

São Paulo, 23 de fevereiro de 2018.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar.

CEP 20050-901 – Rio de Janeiro – RJ.

At.: Sr. Antônio Carlos Berwanger

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/17 de 11 de dezembro de 2017.

Prezado Senhor,

A **B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão** (“B3”) vem, por meio da presente, em referência ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/17 de 11 de dezembro de 2017, (“Edital”) submeter, a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), seus comentários à minuta de instrução propondo alterações à Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (“Instrução 476”), que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, e à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“Instrução 400”), que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário ou secundário (“Minuta”).

A fim de facilitar a visualização do que está sendo proposto, todas as sugestões de inclusões feitas no texto da Minuta estão sublinhadas e destacadas em [azul](#), enquanto as sugestões de exclusões foram identificadas por um taxado simples e destacadas em [vermelho](#).

(a) INTRODUÇÃO

1. No Edital, a CVM se propõe a endereçar questões pontuais sobre os procedimentos previstos nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, especialmente no âmbito das ofertas com esforços restritos, regidas pela Instrução 476, endereçando questões decorrentes do processo natural de aperfeiçoamento das normas e de pleitos específicos do mercado.

2. Com relação à dinâmica sugerida, entendemos que a proposta é adequada, visto que, conforme bem pontuado pela Autarquia, a promoção de alterações mais profundas demandaria um estudo mais amplo envolvendo as normas aplicáveis às ofertas de distribuição de valores mobiliários.

3. Dentro desse escopo, nossos comentários, conforme especificados abaixo, tratam de: **(i)** proposta de ajuste na redação do art. 24 da Instrução 400 e de inclusão do art. 5º-B da Instrução 476, com o intuito de (a) prever a possibilidade de distribuição de lote suplementar independentemente da prestação de serviço de estabilização; e (b) prever a possibilidade de colocação de lote adicional em ofertas com esforços restritos; **(ii)** ajuste na redação do art. 5-C, de modo a prever que, em relação ao contrato de estabilização, a atribuição das entidades administradoras de mercado organizado consista na divulgação de cláusulas mínimas previamente aprovadas por essa D. CVM; e **(iii)** sugestões pontuais de aprimoramentos com vistas a deixar alguns dispositivos mais claros.

(b) INSTRUÇÃO 400 – art. 24

4. A Minuta propõe a alteração do art. 24 da Instrução 400, no intuito de vincular a distribuição de lote suplementar (*green shoe*) à prestação do serviço de estabilização por um dos intermediários da oferta.

5. Atualmente, nos mercados brasileiros e internacionais, o lote suplementar exerce função de grande relevância nas estratégias de distribuição pública de valores mobiliários, inclusive em determinadas hipóteses em que não se aplica

o uso das operações de estabilização, para suprir eventual excesso de demanda para os valores mobiliários objeto da oferta.

6. Nesse sentido, valemo-nos da transcrição abaixo para exemplificar a aplicabilidade do lote suplementar na estratégia de distribuição:

“O motivo declarado para a opção de emissão suplementar é cobrir o excesso de demanda e de subscrições. As opções de emissão suplementar normalmente duram 30 dias e envolvem 15% das ações recém emitidas.

Na prática, geralmente o consórcio já vende inicialmente 115% das ações oferecidas. Se a demanda pela emissão for alta após a oferta, os subscritores exercem a opção de emissão suplementar para obter os 15% extras da empresa. Nos Estados Unidos, numa oferta subsequente, se a demanda pela emissão for baixa, os underwriters compram as ações necessárias para cobrir os 15% no mercado, ajudando assim a suportar o preço da ação no aftermarket.”¹

7. Embora tradicionalmente – e especialmente nas ofertas de ações - o lote suplementar seja utilizado no contexto das atividades de estabilização -, a supressão da possibilidade de o intermediário exercer o lote suplementar para outras finalidades que não a estabilização poderia ter impacto negativo nas suas atividades e estratégias.

8. Ademais, o fato de, nas ofertas de ações, a opção suplementar estar usualmente associada às atividades de estabilização, não seria, a nosso ver, justificativa suficiente para que a norma passasse a vedar a utilização de tal lote para outras finalidades, especialmente diante da inexistência de casos concretos

¹ S. ROSS, R. WESTERFIELD. *Fundamentos de Administração Financeira* - 9ª Ed. 2013, p. 503.

em que tal faculdade – que hoje existe na norma – tenha causado algum tipo de prejuízo.

9. Tal vedação seria inapropriada, ainda, uma vez que, apesar de o lote suplementar ser majoritariamente reservado para a efetivação do mecanismo de estabilização nas ofertas de distribuição de ações, o mesmo não ocorre nas ofertas de valores mobiliários de renda fixa e de cotas de fundos de investimento, por exemplo. Nesses casos, o mecanismo é utilizado, principalmente, para suprir a demanda do mercado, sem prejuízo e muitas vezes de maneira complementar à emissão do lote adicional previsto no art. 14 da Instrução 400.

10. Pelas particularidades e dinâmica das ofertas e do mercado secundário de tais valores mobiliários, verifica-se que o serviço de estabilização de preço não se aplica no contexto desse tipo de oferta, não havendo, inclusive, histórico de realização deste serviço nas operações de distribuição de valores mobiliários de renda fixa e cotas de fundo de investimento. Desse modo, vincular o lote suplementar à estabilização de preços poderia, especialmente nesse caso, reduzir substancialmente a flexibilidade aos estruturadores das ofertas.

11. Nesse sentido, entendemos que a distinção entre o lote suplementar e o lote adicional não deveria ser feita em razão de sua destinação, mas em função daquele a quem compete a decisão a esse respeito (ofertante ou intermediário), conforme o tratamento atualmente conferido na Instrução 400.² Em contrário, a

² A esse respeito: “O usual é que imediatamente após a divulgação do anúncio de início da Oferta, o montante principal da mesma seja liquidado. Na hipótese do emissor e/ou ofertante ter outorgado a um dos Coordenadores da Oferta a opção de distribuição de um lote suplementar de ações, caso a procura pelas ações assim justifique, eles poderão aumentar a quantidade de ações ofertadas em até 15% (quinze por cento), opção esta chamada de *greenshoe*. Adicionalmente, conforme os termos e condições do IPO, a quantidade de ações poderá, a critério do ofertante, ser aumentada em até um montante que não exceda em 20% (vinte por cento) da quantidade de ações inicialmente ofertadas, excluídas as ações objeto do *greenshoe*, esse procedimento chamado de *hot issue*. É comum que o *hot issue* ocorra juntamente com a distribuição e colocação da oferta base, enquanto o *greenshoe* ocorra ao final do período de estabilização.” (“A Oferta Pública Inicial de Ações - O IPO” por Atademes Branco Pereira e Fábíola Augusta Cavaicanti. In: Brasil S/A: guia de acesso ao mercado de capitais para companhias brasileiras / Marcelo Siqueira, Atademes Branco Pereira, José Marcos Treiger. – Rio de Janeiro: RR Donnelley Financial Comunicação Corporativa, 2014. Disponível em: <<https://www.infoinvest.com.br/laminas/arquivos/brasil-sa.pdf>> acesso em 16.01.2018)

redação proposta na Minuta induz à conclusão de que a distinção entre os lotes suplementar e adicional seria definida tão somente em razão de sua destinação, uma vez que o lote suplementar poderia ser destinado, exclusivamente, à viabilização do serviço de estabilização e o segundo à demanda superior ao lote inicialmente previsto.

12. Em outras palavras, a mobilização do lote suplementar para eventual devolução das ações tomadas em empréstimo para prestação dos serviços de estabilização deve ser entendida, tanto na estrutura normativa, quanto na prática de mercado, como uma faculdade do intermediário líder, dentro das atribuições que lhe são conferidas para organização do plano de distribuição.

13. Notamos também que, na alteração da redação proposta na Minuta, houve a supressão da obrigatoriedade de que o montante do lote suplementar conste no prospecto da oferta. A esse respeito, entendemos que tal obrigação deveria ser mantida, de modo a garantir a transparência nos procedimentos da oferta.

14. Tendo em vista as considerações acima apresentadas, sugerimos a seguinte redação do dispositivo:

Art. 24. O emissor ou o ofertante podem outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, a ser exercida caso a procura dos valores mobiliários objeto da oferta assim justifique, ou em razão da prestação de ~~vinculada ao~~ serviço de estabilização de preços dos valores mobiliários objeto da oferta, nas mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados, até um montante pré-determinado que constará obrigatoriamente do Prospecto e que não poderá ultrapassar 15% (quinze por cento) da quantidade inicialmente ofertada.

15. Não obstante nossas sugestões, caso seja entendimento dessa D. CVM, de que deva ser mantida a vinculação do lote suplementar ao serviço de estabilização, sugerimos, alternativamente à proposta acima apresentada, que

a referida vinculação seja prevista apenas para ofertas públicas de distribuição de ações, não se aplicando a outros valores mobiliários, especialmente valores mobiliários de renda fixa e cotas de fundos de investimento, pelas razões acima expostas.

(c) INSTRUÇÃO 476 – art. 5º-B

16. A Minuta inclui disposição expressa a respeito da possibilidade de emissão de lote suplementar dos valores mobiliários objeto da oferta com esforços restritos, nos moldes do art. 24 da Instrução 400.

17. Complementarmente, a Minuta propõe também a vinculação do lote suplementar à estabilização também seja aplicada nas ofertas restritas reguladas pela Instrução 476.

18. Pelas mesmas razões apresentadas acima, em relação às alterações propostas ao art. 24 da Instrução 400, entendemos que a tal vinculação não deveria ser imposta pela norma.

19. Seguindo a mesma lógica de raciocínio dos comentários anteriormente apresentados em relação à vinculação do lote suplementar à atividade de estabilização nas ofertas realizadas no âmbito da Instrução 400, entendemos que seria prejudicial ao desenvolvimento das ofertas e às estratégias de distribuição dos intermediários restringir a distribuição de valores mobiliários em quantidade superior àquela previamente pretendida.

20. Cumpre destacar, inclusive, que no âmbito do Processo CVM nº RJ2014/13261, o Colegiado da CVM decidiu que o regime regulatório da Instrução 476 não estabelece restrições ao exercício da opção de distribuição de lote suplementar, que pode ser outorgada tanto pelo emissor como por acionista vendedor. Tendo em vista o posicionamento proferido no referido processo no sentido de que a Instrução 476 não restringe a emissão suplementar, entendemos que seria um retrocesso condicionar sua emissão tão somente à prestação do serviço de estabilização, quando em verdade haveria grande

aproveitamento na sua emissão nos casos de excesso de demanda, conforme acima descrito, especialmente no contexto de ofertas de valores mobiliários de renda fixa e cotas de fundos de investimento.

21. Aliás, cumpre destacar que, considerando que tal decisão não permitiu a realização de operações de estabilização no contexto das ofertas realizadas nos termos da Instrução 476, verificou-se que tal lote passou a ser utilizado, nessas operações, para tratar o excesso de demanda em relação aos valores mobiliários ofertados.

22. Verifica-se, portanto, que da forma como proposta – vinculando a colocação do lote suplementar à atividade de estabilização – a Minuta retira a possibilidade de aumento da quantidade de valores mobiliários ofertados com o intuito de atender a um excesso de demanda, instrumento que vem se demonstrando útil nas operações mais recentes feitas nos termos da Instrução 476.

23. Por essa razão, entendemos que o regime aplicável em relação à matéria deveria ser análogo ao atualmente existente para as operações sujeitas à Instrução 400, prevendo tanto a possibilidade de colocação de lote adicional, a critério do ofertante, quanto a possibilidade de colocação do lote suplementar, a critério dos intermediários, sem uma vinculação expressa à atividade de estabilização.

24. Desse modo, sugerimos a seguinte redação para o dispositivo em comento:

“Art. 5º-B Nas ofertas de ações distribuídas na forma desta instrução, o emissor ou o ofertante podem outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, a ser exercida caso a procura dos valores mobiliários objeto da oferta assim justifique, ou em razão da prestação de ~~vinculada ao~~ serviço de estabilização de preços dos valores mobiliários objeto da oferta, nas mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados, até um montante que não

pode ultrapassar 15% (quinze por cento) da quantidade inicialmente ofertada.

§ 1º Fica excluída, na distribuição primária, a prioridade dos antigos acionistas em relação à parte das ações emitidas que integram o lote suplementar.

§ 2º O fato relevante a que se refere o art. 9º-A, § 1º, deve incluir os dados referentes à outorga da opção e, caso aplicável, ao contrato de estabilização.

§3º A quantidade de valores mobiliários a serem distribuídos poderá, a critério do ofertante, ser aumentada até um montante que não exceda em 20% (vinte por cento) a quantidade inicialmente requerida, excluído o eventual lote suplementar de que trata o caput do artigo.

(d) INSTRUÇÃO 476 – art. 5º-C

25. No que diz respeito ao modelo da minuta do contrato de estabilização, nos parece mais apropriado que a responsabilidade das entidades administradoras em relação a tais contratos seja, assim como previsto em outras normas editadas da CVM, a de divulgar um conjunto de cláusulas mínimas que deverão constar de tais contratos, uma vez que esses instrumentos, inclusive, tendem a tratar de outros assuntos de natureza comercial entre suas partes.

26. Nesse contexto, entendemos que os incisos do artigo 5º-C deveriam prescrever o conteúdo dessas cláusulas mínimas, inclusive de modo a conferir maior objetividade em relação aos critérios a serem estabelecidos, sendo um recurso mais adequado para atenuar os riscos de uso da atividade de estabilização para fins de manipulação de mercado.

27. Adicionalmente, parece também importante que as cláusulas mínimas a serem divulgadas pelas entidades administradoras sejam objeto de prévia aprovação dessa D. CVM. Tal aprovação permitirá o alinhamento entre o conteúdo desse conjunto de cláusulas aos contratos recorrentemente utilizados no âmbito das ofertas realizadas nos termos da Instrução 400, aprovados pela CVM nos termos da Deliberação CVM nº 25 de janeiro de 2005.

28. Assim, sugerimos que o art. 5º-C reflita a seguinte redação:

“Art. 5º-C Nas ofertas de ~~ações~~ valores mobiliários distribuídas na forma desta instrução, é admitida a realização de operações de estabilização de preços, desde que o contrato de estabilização de preços ~~siga modelo definido~~ observe as cláusulas mínimas divulgadas pela entidade administradora de mercados organizados onde os valores mobiliários estão admitidos à negociação. ~~e preveja procedimentos~~

Parágrafo único: As cláusulas mínimas referidas no caput deverão ser previamente aprovadas pela CVM e prever:

I – ~~que garantam a transparência das negociações realizadas~~ o período durante o qual o serviço de estabilização será realizado;

II – ~~destinados a eliminar as possibilidades de manipulação de mercado~~ a quantidade máxima total de valores mobiliários que poderão ser adquiridos para a prestação dos serviços de estabilização;

III – a estipulação de parâmetros de preços das ofertas de venda e de compra estabilizadoras;

IV – as informações a serem obrigatoriamente prestadas pela instituição responsável pela estabilização; e

V – a proibição de realização e manutenção, simultaneamente, de mais de uma oferta de compra ou mais de uma oferta de venda relativa aos valores mobiliários objeto de estabilização a preços diferenciados.

(e) INSTRUÇÃO 476 – art. 8º- A

29. A respeito do pedido desta autarquia federal por manifestações a respeito do estabelecimento de prazo máximo para conclusão de ofertas com esforços restritos, entendemos tal limitação temporal oportuna.

(f) INSTRUÇÃO 476 – art. 9º, §1º

30. Conforme redação abaixo proposta, sugerimos a inclusão das debêntures de infraestrutura, referidas na Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, no rol de exceções do artigo em referência.

31. Isso porque tais valores mobiliários, quando emitidos, são vinculados a um projeto específico de infraestrutura, o qual poderá demandar diversas captações de recursos em um período de tempo inferior a quatro meses para que possa ser implementado.

32. Entendemos que a restrição do dispositivo visa a evitar que sejam efetuadas ofertas à luz da Instrução 476 sequenciais da mesma espécie de valor mobiliário, pelo mesmo emissor, em detrimento da realização de uma oferta com esforços amplos de captação, nos termos da Instrução 400.

33. No entanto, tal risco é mitigado nas ofertas de debêntures de infraestrutura por conta da vinculação verificada entre a emissão de tal valor mobiliário e o projeto específico de infraestrutura, os quais seguem cronograma e ritos de aprovação governamental.

34. Assim, segue nossa sugestão de redação:

“Art. 9º O ofertante não pode realizar outra oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor dentro do prazo de 4 (quatro) meses contados da data do encerramento ou do cancelamento da oferta, a menos que a nova oferta seja submetida a registro na CVM.”

§ 1º A restrição prevista no caput não é aplicável:

.....

[IV – a ofertas de debêntures emitidas nos termos da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011.](#)

§ 2º O ofertante tem a obrigação de comunicar o intermediário líder sobre eventuais ofertas públicas distribuídas com esforços restritos realizadas dentro do prazo mencionado no caput.” (NR)

(g) INSTRUÇÃO 476 – art. 9º-A, §5º

35. Entendemos oportuno que a CVM deixe mais clara a extensão da proibição de cessão do direito de prioridade na subscrição de aumento de capital em ofertas realizadas nos termos da Instrução 476, explicitando que tal proibição não é aplicável para as cessões realizadas entre acionistas da companhia emissora.

36. Tal proposta de esclarecimento se justifica por ser a cessão de direito de prioridade entre acionistas uma prática já corrente no mercado, não havendo, em nosso entendimento, nenhum impeditivo de ordem legal ou regulatório para que os próprios acionistas cedam, entre si, seus respectivos direitos de prioridade.

37. Dessa forma, a redação proposta abaixo tem por fim deixar claro que a Minuta não visa restringir essa prática.

“§ 5º A prioridade dos acionistas na subscrição do aumento de capital de que trata o inciso I do caput somente pode ser exercida por acionista da companhia emissora, não sendo admitida sua cessão [a terceiros que não sejam acionistas.](#)”

(h) INSTRUÇÃO 476 – art. 13, II

38. A respeito do item em referência, sugerimos a inclusão adicional dos valores mobiliários descritos nos incisos IV (cotas de fundos de investimento fechados) e V (certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio) do §1º do art. 1º da Instrução 476, excetuando a imposição de período de *lock-up* para a alienação também destes valores mobiliários, quando objeto de garantia firme, uma vez que tal modalidade de colocação é também bastante comum em relação a ofertas de tais valores mobiliários.

39. Desse modo, a redação do dispositivo seria a seguinte:

“Art. 13.

II – do lote de garantia firme de colocação dos coordenadores indicados no momento da subscrição, nas ofertas públicas dos valores mobiliários descritos nos incisos I, e III, IV e V do §1º do art. 1º, observados os limites e condições previstos nos arts. 2º e 3º desta instrução.”

(i) INSTRUÇÃO 476 – art. 13, parágrafo único, inciso I

40. Nos estritos termos da redação proposta na Minuta para este dispositivo, os valores mobiliários alienados por coordenadores de ofertas, no exercício da garantia firme, ficam sujeitos à restrição de negociação por período de 90 dias contados da aquisição pelo adquirente.

41. A esse respeito, entendemos que a contagem do período de *lock-up* a partir da aquisição pelo adquirente seria prejudicial tanto para os coordenadores, que teriam dificuldades em alienar os valores mobiliários, usufruindo da exceção estabelecida na norma, como para os adquirentes, que ficariam com restrição após o fim do *lock-up* dos investidores que realizaram a subscrição no mercado primário.

42. Exemplificativamente, considerando a literalidade da redação proposta, o adquirente que comprar os valores mobiliários no 89º dia do período de *lock-up*, do coordenador que exerceu a garantia firme, ainda assim ficaria sujeito a outros 90 dias de restrição de negociação, de modo que o período de restrição poderia ser estendido para até 179 dias.

43. Nosso entendimento é de que a extensão do prazo seria contraproducente ao propósito do referido dispositivo. Vale lembrar que a justificativa para a existência de tal período de *lock-up* é evitar que os valores mobiliários ofertados restritamente sejam imediatamente pulverizados em mercado logo após a realização da oferta, frustrando a natureza de tal operação. Tal objetivo será perfeitamente atingido na hipótese em que tal prazo é contado em relação à aquisição ou subscrição pelo titular originário (no caso, a instituição que exerceu a garantia firme).

44. Sendo assim, nossa proposta de redação esclarece que a restrição deverá ser mantida apenas pelo período remanescente, contado do exercício da garantia firme de colocação, nos seguintes termos:

“Art. 13.

Parágrafo único.

I – o adquirente deve observar a restrição de negociação prevista no caput, contada a partir da data ~~da~~ ~~sua~~ aquisição pele intermediário.”

(j) INSTRUÇÃO 476 – art. 13, parágrafo único, inciso III

45. A redação proposta em audiência pública tende a limitar a possibilidade de negociação dos valores mobiliários pelos intermediários na medida em que fixa os preços e condições a serem praticados durante o período de 90 dias.

46. Desse modo, sugerimos a alteração abaixo no intuito de conferir maior flexibilidade para as negociações:

“Art. 13.

Parágrafo único.

III – a negociação deve se dar, no máximo, pelos mesmos preços e condições, ~~nos mesmos preços e condições da oferta.~~”

(k) INSTRUÇÃO 476 – art. 17, incisos III e IV

47. Sugerimos a inclusão de um limite à anterioridade prevista na redação, de modo a assegurar tempo suficiente para absorção pelos investidores das informações divulgadas, antes do início das negociações.

“Art. 17.....

.....

III – divulgar, ~~anteriormente ao início das negociações até o dia útil anterior ao início das negociações~~ e a cada exercício social, suas demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e relatório dos auditores independentes;

IV – manter as 3 (três) últimas demonstrações financeiras referidas no inciso III em sua página na rede mundial de computadores enquanto o valor mobiliário estiver admitido à negociação;”

48. Sugerimos também avaliar a aceitação de demonstrações financeiras consolidadas.

(l) INSTRUÇÃO 476 – art. 17, incisos VI , VII e § 1º

49. Sugerimos o seguinte ajuste ao inciso VI para adequar à redação do §1º:

“Art. 17.....

.....
VI – divulgar, em sua página na rede mundial de computadores e em sistema disponibilizado pela entidade administradora de mercados organizados onde os valores mobiliários estão admitidos à negociação, a ocorrência de fato relevante, conforme definido pelo art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002, ~~encaminhando às entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários forem admitidos a negociação;~~

50. Tendo em vista a previsão de existência de um sistema disponibilizado pela entidade administradora de mercados organizados onde os valores mobiliários sejam negociados, solicitamos que a CVM conceda um prazo de *vacatio legis* de 12 meses para início da vigência dos incisos VI e VII, e §1º do art. 17, de modo a permitir que a referida entidade possa implementar as adaptações necessárias em seus sistemas.

* * * * *

Sendo o que nos cumpria para o momento, renovamos nossos votos de estima e profunda consideração, subscrevemo-nos.

Atenciosamente,

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO