

Rio de Janeiro, 18 de janeiro de 2018.

À

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Endereço eletrônico: audpublicaSDM0517@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/17

Prezados Senhores,

A Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil – Seccional do Rio de Janeiro (“CMCAP”), criada com o objetivo de fomentar o estudo e a discussão de questões jurídicas que envolvem o mercado de capitais, vem, pela presente, apresentar sugestões e comentários à proposta de alteração da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (“Instrução 476”), e da Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“Instrução 400”).

I. Opção de distribuição de lote suplementar e realização de estabilização de preços:

O Edital da Audiência Pública refere que a proposta de se alterar a definição do “lote suplementar” de valores mobiliários no âmbito de ofertas públicas (tanto as realizadas na forma da Instrução 400 como da Instrução 476) objetivaria desvincular esse tipo de lote da existência de excesso de demanda apurado na oferta, uma vez que, segundo o Edital, o excesso de demanda seria justificativa associada ao “lote adicional”.

A CMCAP entende, ao contrário, que o excesso de demanda é precisamente associado ao “lote suplementar”, e que o “lote adicional” prescinde de justificativa.

Veja-se que o entendimento da CVM é aderente à percepção de que o “lote suplementar” se propõe ao atendimento de excesso de demanda, como se extrai da publicação *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*¹.

Na visão da CMCAP, com base na legislação em vigor, o que distingue o “lote adicional” do “lote suplementar” não é propriamente a justificativa de cada tipo de lote extra de valores mobiliários que pode ser acrescido à oferta, e sim o titular da prerrogativa de exercê-los.

Nos termos do Art. 14, § 2º, da Instrução 400, o “lote adicional” é prerrogativa do ofertante, que pode, a seu exclusivo critério, aumentar o volume inicial da oferta, independentemente de excesso de demanda ou de qualquer outra justificativa. Poder-se-ia dizer, portanto, que o “lote adicional” seria um lote não causal.

Por seu turno, conforme a redação atual do Art. 24 da Instrução 400, o “lote suplementar”, uma vez que tenha sido outorgado pelo ofertante à instituição intermediária (coordenador) líder na documentação da oferta, é prerrogativa do coordenador líder, a ser exercida caso este apure excesso de demanda pelos valores mobiliários no decorrer da oferta. Poder-se-ia dizer, assim, que o “lote suplementar” seria um lote causal, dependendo da verificação do excesso de demanda.

O Edital ainda afirma que teria sido constatado que o “lote suplementar” estaria *“sempre vinculado à contratação do serviço de estabilização”*.

¹ “Ao longo da realização de uma oferta, os coordenadores e a companhia emissora podem constatar que o interesse dos investidores pelos valores mobiliários ofertados é superior ao que era inicialmente previsto quando do lançamento da oferta. Para permitir que esses pedidos em excesso sejam atendidos, pelo menos em parte, toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada nos termos da Instrução CVM 400 pode se valer das opções de colocação de um lote suplementar (também denominado *greenhoe*) e/ou de um lote adicional desses valores mobiliários (também denominado *hot issue*). O artigo 24 da Instrução CVM 400 prevê que o ofertante poderá outorgar ao coordenador a opção de distribuição de um lote suplementar, cuja opção poderá ser exercida se assim se justificar diante da demanda de investidores.” (SALDANHA, Nair Veras; MALUF, Luiz Rafael de Vargas. *Ofertas Públicas de Distribuição de Valores Mobiliários*. In: *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*, Comissão de Valores Mobiliários, 1ª edição, Rio de Janeiro: 2017, p. 822/823).

No entanto, em que pese a frequente (mas não indispensável) utilização do “lote suplementar” de maneira associada à contratação de serviços de estabilização, o mercado já assimilou, com lastro na norma em vigor, que esse tipo de lote se destina precipuamente ao atendimento do eventual excesso de demanda, destacando-se que membros da CMCAP já tiveram oportunidade de atuar em ofertas públicas de valores mobiliários em que a opção de “lote suplementar” outorgada ao coordenador líder não veio acompanhada de serviços de estabilização de preços.

A publicação *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*, inclusive, comenta que a utilização do “lote suplementar” de forma vinculada a um contrato de estabilização de preços seria prática comum em ofertas públicas de distribuição de ações², não contemplando em tal comentário ofertas de outros tipos de valores mobiliários.

Mais um aspecto a ser considerado é que as propostas de alteração da disciplina normativa do “lote suplementar” retirariam da instituição líder da oferta a prerrogativa de decidir, a partir de sua expertise e da verificação da elevada procura pelos valores mobiliários ofertados no caso concreto, pele aumento do volume da operação.

Vale dizer, apenas por decisão do ofertante, seja via exercício do “lote adicional” ou pela decisão de contratação do serviço de estabilização (ao qual teria que, necessariamente, estar atrelado o “lote suplementar”), o volume inicial da oferta poderia ser incrementado.

Por essas razões, a CMCAP sugere que se mantenha a distinção entre o “lote adicional” e o “lote suplementar” com base no titular da prerrogativa de seu exercício (o ofertante e o coordenador líder, respectivamente), e não em função da justificativa do acionamento do lote extra.

² “O exercício do *greenshoe*, atrelado à celebração prévia de um contrato de empréstimo e de um contrato de estabilização, é comumente utilizado em ofertas públicas de distribuição de ações realizadas sob a instrução CVM 400 no processo de estabilização do preço das ações emitidas ou alienadas na oferta por oportunidade do início de negociação das ações das ações no mercado de bolsa.” (Idem, p. 823/824).

A CMCAP ainda sugere que não se retire do “lote suplementar” a finalidade de atendimento a eventual excesso de demanda, mas que se acresça à norma uma segunda finalidade para esse tipo de lote (reconhecendo-se o que vem sendo observado na prática), qual seja, a conjugação com os serviços de estabilização de preços.

Com base nessas sugestões, a CMCAP apresenta proposta alternativa de redação para a alteração do *caput* do Art. 24 da Instrução 400:

“Art. 24. O emissor ou o ofertante podem outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, que preveja a possibilidade de, nas hipóteses abaixo, ser aumentada a quantidade de valores a distribuir junto ao público, 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:

I – caso a procura dos valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição assim justifique; ou

II – vinculada ao serviço de estabilização de preços dos valores mobiliários objeto da oferta.

.....” (NR)

Em relação à Instrução 476, observa-se que a Minuta de Instrução que acompanhou o Edital propõe que o novo Art. 5º-B a ser acrescentado à norma admita, no âmbito das ofertas públicas com esforços restritos, a opção de “lote suplementar” apenas para as ofertas de distribuição de ações, e não dos demais tipos de valores mobiliários passíveis de serem ofertados ao amparo da Instrução 476.

Não obstante a alteração proposta na Minuta tenha tido origem, como esclareceu o Edital, na consulta formulada à CVM objeto do Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/13261, que versava especificamente sobre oferta pública de ações distribuídas com esforços restritos, parece-nos não haver motivos para que a possibilidade de aumento do volume inicial de valores mobiliários ofertados na forma da Instrução 476 se restrinja unicamente a operações de distribuição de ações. Cabe aqui ressaltar que o Voto proferido nos autos do aludido Processo assentou que:

“5. De fato, extrai-se da leitura da Instrução CVM nº 476/2009 que o regime regulatório a que se sujeitam as Ofertas com Esforços Restritos é maleável no que tange à definição da quantidade de valores mobiliários a serem ofertados, conferindo-se, desse modo, às partes envolvidas na oferta liberdade para a escolha do arranjo que melhor atenda aos interesses do emissor e de seus investidores.

6. As restrições que recaem sobre as Ofertas com Esforços Restritos relacionam-se, entre outros aspectos, à qualificação do público-alvo (art. 2º), ao número de investidores alcançados (art. 3º) e à intensidade dos esforços de venda (art. 2º, parágrafo único). Não dizem respeito, portanto, à quantidade de valores a serem ofertados nem ao volume financeiro a ser alcançado por meio da oferta.”

Seguindo esse raciocínio, a CMCAP sugere que a possibilidade de majoração do volume de valores mobiliários inicialmente ofertados sob a égide da Instrução 476, por meio do exercício de opção de “lote suplementar”, seja estendida a todas as ofertas públicas com esforços restritos.

Ademais, a CMCAP sugere que a mesma lógica manifestada quanto à alteração do Art. 24 da Instrução 400 seja adotada no tocante ao novel Art. 5º-B da Instrução 476, prevendo-se para o “lote suplementar” a dupla finalidade.

Apresenta, pois, proposta alternativa de redação para o Art. 5º-B a ser inserido na Instrução 476:

“Art. 5º-B Nas ofertas de valores mobiliários distribuídos na forma desta instrução, o emissor ou o ofertante podem outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, que preveja a possibilidade de, nas hipóteses abaixo, ser aumentada a quantidade de valores a distribuir junto ao público, 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:

I – caso a procura dos valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição assim justifique; ou

II – vinculada ao serviço de estabilização de preços dos valores mobiliários objeto da oferta.

§ 1º Fica excluída, na distribuição primária de ações, 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, se for o caso, ao contrato de estabilização.” (NR)

No que diz respeito à nova disciplina para os serviços de estabilização de preços que se pretende estabelecer no contexto da Instrução 476, a CMCAP é favorável à fixação de parâmetros procedimentais mínimos a serem refletidos nos contratos de estabilização, com vistas a garantir a transparência das negociações realizadas e a mitigação das possibilidades de manipulação de mercado.

Entretanto, a CMCAP entende não ser conveniente a obrigatoriedade de adoção integral de um determinado modelo de contrato de estabilização, a ser definido pela entidade de mercados organizados onde os valores mobiliários objeto da oferta estejam admitidos à negociação, ou mesmo de instrumentos padronizados de quaisquer outros contratos ou documentos utilizados em ofertas públicas.

Considera-se que essa medida poderia ter efeito contrário ao pretendido, desestimulando os ofertantes a contratarem serviços de estabilização de preços dos valores por eles ofertados caso o padrão contratual em questão venha a conter dispositivos não aceitáveis ao ofertante, ou deixe de contemplar cláusulas de observância necessária pelo mesmo.

Pode-se citar, por exemplo, a situação das sociedades de economia mista, regidas por legislação específica, que pode restringir a aceitação ou demandar a inclusão de determinadas cláusulas nos contratos de que sejam parte, em razão de preocupações peculiares da Administração Pública. Nessa hipótese, a existência de um modelo pré-determinado de contrato de estabilização, a ser necessariamente adotado, poderia constituir impedimento à própria contratação do serviço de estabilização de preços pela estatal no contexto de oferta pública a ser por esta realizada.

De igual forma, a padronização dos demais contratos ou documentos utilizados em ofertas públicas poderia até mesmo inviabilizar a realização de ofertas públicas de valores mobiliários por determinadas sociedades com regência legislativa ou estatutária específica, caso tais regras eventualmente sejam incompatíveis com uma (ou mais) cláusula dos modelos contratuais porventura estabelecidos.

Sugere-se, portanto, a seguinte redação alternativa para o Art. 5º-C a ser inserido na Instrução 476:

“Art. 5º-C Nas ofertas de valores mobiliários distribuídos na forma desta instrução, é admitida a realização de operações de

estabilização de preços, desde que o contrato de estabilização de preços siga os parâmetros mínimos definidos pela entidade administradora de mercados organizados onde os valores mobiliários estão admitidos à negociação e preveja procedimentos:

I – que garantam a transparência das negociações realizadas; e

II – destinados a eliminar as possibilidades de manipulação de mercado.

Parágrafo único. O contrato de estabilização de preços deve ser encaminhado a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI anteriormente ao início da oferta.” (NR)

II. Exclusão do *lock up* de 90 (noventa) dias para lote de garantia firme de colocação:

A CMCAP está de acordo com os esclarecimentos relativos a esse ponto trazidos pelo Edital.

Apenas se sugere que a redação do novo Inciso II do Art. 13 da Instrução 476 abranja, além dos valores mobiliários indicados nos Incisos I e III do § 1º do Art. 1º da Instrução (notas comerciais e debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações), também aqueles do Inciso V (certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio):

“Art. 13. Os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução somente podem ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 (noventa) dias de cada subscrição ou aquisição pelos investidores, salvo nas hipóteses:

I – de negociações com ações, bônus de subscrição, certificados de depósito de ações e certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível I, Nível II e Nível III; e

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

Parágrafo único. Na hipótese prevista no inciso II do caput:

I – o adquirente deve observar a restrição de negociação prevista no caput, contada a partir da data de sua aquisição;

II – o intermediário líder é responsável pela verificação do cumprimento das regras previstas nos art. 2º e 3º desta instrução; e

III – a negociação deve se dar nos mesmos preços e condições da oferta.” (NR)

III. Definição da responsabilidade e das obrigações dos participantes:

A CMCAP está, em linhas gerais, de acordo com as alterações pontuais propostas na Minuta (Arts. 9º, 10-A, 10-B, 11 e 11-A da Instrução 476) para delimitar, de forma mais clara e objetiva, as responsabilidades e obrigações dos emissores, ofertantes, instituições intermediárias e respectivos administradores nas ofertas com esforços restritos realizadas ao amparo da Instrução 476.

Ressalva-se, contudo, o entendimento de que a revogação do Parágrafo Único do Art. 11 e a inserção dos Arts. 10-A, 10-B e 11-A na Instrução 476 são modificações normativas que devem ser tratadas conjuntamente, de modo que qualquer dessas alterações não seja implementada na Instrução caso as demais também não o sejam, posto não ser razoável estabelecer obrigações desbalanceadas entre os administradores de um participante da oferta frente aos dos demais.

Relativamente ao Art. 9º da Instrução 476, a CMCAP entende que não haveria justificativa para que uma oferta com esforços restritos eventualmente não concluída (oferta cancelada) obstasse a realização de nova oferta com base na Instrução 476, em prazo inferior aos 4 (quatro) meses.

Conforme comenta a publicação *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*³, a restrição à realização de uma segunda oferta com esforços restritos nos 4 (quatro) meses posteriores à conclusão de operação conduzida sob a Instrução 476 objetiva que não haja burla à limitação quantitativa de investidores que podem ser acessados e adquirir determinado tipo de valor mobiliário da mesma emissora.

Todavia, na situação de cancelamento de uma oferta com esforços restritos, não haverá efetiva colocação dos valores mobiliários junto a qualquer investidor, razão pela qual restará preservada a limitação ao número de investidores trazida pela Instrução 476 quando da realização e conclusão de uma segunda oferta na mesma modalidade.

Assim, a CMCAP sugere ajuste pontual no Art. 9º da Instrução 476, para que seja mantida a redação original do caput:

³ “A norma também restringe a realização de outra emissão nessa modalidade nos quatro meses subsequentes ao encerramento de uma oferta realizada via Instrução CVM 476, caso os novos valores mobiliários ofertados sejam da mesma espécie daqueles ofertados anteriormente. Isso garante que esse mecanismo não seja utilizado de forma irrestrita, o que poderia aumentar o risco ao mercado uma vez que, ao final, um número muito maior de investidores poderia adquirir o mesmo tipo de valor mobiliário, fugindo assim do racional da Instrução CVM 476.” (*Idem*, p. 798/799).

“Art. 9º O ofertante não poderá 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 da oferta, a menos que a nova oferta seja submetida a registro na CVM.

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

.....

§ 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)

IV. Divulgação de demonstrações financeiras:

O Edital menciona que as alterações propostas no Art. 17 da Instrução 476 objetivariam deixar claro a partir de que momento as demonstrações financeiras dos emissores dos valores mobiliários admitidos à negociação precisarão estar disponibilizadas e por quanto tempo deverão ser mantidas disponíveis.

Em relação às modificações propostas pela Minuta nos Incisos III e IV do Art. 17, a CMCAP nada tem a acrescentar.

Entretanto, a CMCAP considera excessivas e burocráticas as obrigações trazidas nos trechos finais do Inciso VI e do novo § 1º do Art. 17, de (i) encaminhamento dos fatos relevantes (já divulgados na página do emissor) às entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários forem admitidos a negociação, e (ii) disponibilização das demonstrações financeiras (igualmente já divulgadas na página do emissor) em sistemas mantidos por tais entidades administradoras de mercados, respectivamente.

Importante lembrar que a Instrução 476 disciplina ofertas de valores mobiliários distribuídos a investidores profissionais e em número limitado, não sendo razoável pressupor que esses sofisticados investidores teriam dificuldades em acessar a página do emissor na *internet*, para consultar suas demonstrações financeiras, ou que necessitariam de proteção adicional no que se refere a aspectos de *disclosure* do emissor.

Em vista disso, a CMCAP sugere que a seguinte redação alternativa para a alteração do Art. 17 da Instrução 476:

“Art. 17.....
.....

III – divulgar, anteriormente 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;
.....

VI – divulgar em sua página na rede mundial de computadores a ocorrência de fato relevante, conforme definido pelo art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002;
.....

§ 1º As demonstrações financeiras citadas no inciso III devem ser divulgadas, dentro de 3 (três) meses contados do encerramento de cada exercício social, na página do emissor na rede mundial de computadores;

§ 2º Somente podem ser negociados em mercados regulamentados os valores mobiliários cujos instrumentos jurídicos reproduzam as obrigações do emissor previstas neste artigo.

§ 3º As obrigações previstas neste artigo não se aplicam a:

I – emissores de valores mobiliários que não possam ser negociados em mercados regulamentados, nos termos do § 2º;

II – fundos de investimento; e

III – emissores de certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível I.

.....” (NR)

V. Prazo máximo da oferta:

Como esclarecido no Edital, a Minuta propõe, mediante inclusão do novel Art. 8º-A na Instrução 476, limitar o prazo máximo das ofertas com esforços restritos a 24 (vinte e quatro) meses.

A CMCAP não possui objeções a essa proposta, tanto em relação à fixação de um termo para a conclusão das ofertas dessa modalidade, como no que tange ao prazo sugerido.

VI. Demais sugestões:

Adicionalmente aos pontos específicos comentados acima, a Minuta propõe a inserção do Art. 3º-A na Instrução 476, vedando (i) a substituição do coordenador líder, e (ii) a modificação da espécie, série e classe dos valores

mobiliários objeto da oferta com esforços restritos, tendo-se observado que essa proposta não teve seu racional exposto no Edital.

A CMCAP sugere, em primeiro lugar, que não se obste a substituição da instituição intermediária líder, eis que não seria razoável impor ao ofertante seguir com determinado coordenador que eventualmente passasse a enfrentar dificuldades depois de iniciada a oferta ou, de outro modo, ter que sustar a operação. Alternativamente, propõe-se prever que a troca seja possível, mediante comunicação prévia à CVM.

Sugere-se, ainda, que se deixe claro no novo dispositivo que as vedações em questão seriam aplicáveis estritamente após o efetivo início da oferta, conforme informado pelo intermediário líder à CVM nos moldes do Art. 7º-A da Instrução 476.

Para essas finalidades, a CMCAP propõe redação alternativa para o novo Art. 3º-A a ser inserido na Instrução 476:

“Art. 3º-A Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, não é admitida, após informação à CVM de início da oferta na forma do art. 7º-A, a troca:

I – da instituição intermediária líder, ressalvado se previamente informada à CVM pelo novo coordenador líder; e

II – da espécie, série e classe dos valores mobiliários ofertados.”
(NR)

Feitas as considerações e sugestões acima, a CMCAP nada mais tem a acrescentar em relação aos esclarecimentos contidos no Edital da Audiência Pública ou quanto aos dispositivos que a Minuta pretende alterar ou inserir na Instrução 400 e na Instrução 476.

Permanecemos à disposição e esperamos ter contribuído com mais essa iniciativa da Comissão de Valores Mobiliários, liderada pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado.

Atenciosamente,

Ana Carolina de Barros Carvalho
Relatora

Bernardo Fabião Barbeito de Vasconcellos
Relator

Igor Muniz
Presidente da CMCAP