

PINHEIRO GUIMARÃES

AV. BRIG. FARIA LIMA 3064, 14º ANDAR
01451-000 SÃO PAULO, SP

TEL.: (11) 4501-5000
FAX : (11) 4501-5025

VIA E-MAIL

São Paulo, 23 de fevereiro de 2018.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Rua Sete de Setembro 111, 33º andar
20050-901 Rio de Janeiro, RJ

At.: Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

Audiência Pública SDM n.º 05/17
Sugestões e Comentários

Prezados Senhores,

Fazemos referência ao Edital de Audiência Pública SDM n.º 05/17, datado de 11 de dezembro de 2017 ("Edital de Audiência Pública" e "Audiência Pública"), referente à minuta de Instrução que, entre outros temas, alterará a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada ("Instrução CVM 400"), e a Instrução da CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada ("Instrução CVM 476"), as quais dispõem acerca de oferta pública de distribuição e de oferta pública distribuição com esforços restritos de colocação, respectivamente ("Minuta").

Primeiramente, servimo-nos da presente para cumprimentar esta D. CVM por, mais uma vez, responder a tempo às solicitações e necessidades do mercado de capitais nacional. Entendemos que as propostas apresentadas por esta D. CVM por meio do Edital de Audiência Pública tendem a beneficiar as ofertas públicas de valores mobiliários como um todo e, conseqüentemente, o funcionamento do mercado de capitais.

Não obstante, entendemos que existem certos aspectos contidos na Minuta que deveriam ser aprimorados ou melhor esclarecidos. Neste sentido, na esperança de aperfeiçoarmos a regra para o mercado como um todo, apresentamos abaixo nossas sugestões e comentários ao Edital de Audiência Pública.

Vinculação da Opção de Lote Suplementar à Atividade de Estabilização (Art. 24 da Instrução CVM 400 e Art. 5º-B da Instrução CVM 476)

A Minuta proposta por esta D. CVM propõe a alteração do artigo 24 da Instrução CVM 400 e a inclusão do artigo 5º-B na Instrução CVM 476 de forma a vincular a opção de lote suplementar à existência da contratação de serviços de estabilização de preços.

Em nossa opinião, referida proposta poderia prejudicar prática permitida e amplamente realizada pelos agentes do mercado de capitais em ofertas de valores mobiliários com características de renda fixa (*i.e.*, debêntures, letras financeiras, certificados de recebíveis imobiliários, certificados de recebíveis do agronegócio, fundos de investimento imobiliário, fundos de investimento em direitos creditórios etc.), uma vez que, em decorrência do restrito e praticamente ilíquido mercado secundário para tais títulos, inexistente uma prática de contratação pelo ofertante de atividade de estabilização para referidos valores mobiliários.

Apenas a título ilustrativo, identificamos que a totalidade das ofertas públicas de distribuição de debêntures registradas perante a CVM no ano de 2017¹ previam, em sua estrutura, a possibilidade de majoração da oferta base em até 15% (sem considerar os valores mobiliários que foram – ou poderiam ter sido – emitidos em decorrência do *hot issue*/lote adicional). Adicionalmente, tomando por base os documentos analisados das respectivas ofertas públicas registradas perante esta D. CVM, diversas emissões de CRI, CRA, FII e FIDC realizadas ao longo do ano de 2017 também comportavam tal possibilidade.

Adicionalmente, não nos parece que a vinculação do lote suplementar à estabilização exclui a existência de excesso de demanda. Ambos podem coexistir. A existência de excesso de demanda é particularmente relevante no caso de valores mobiliários de renda fixa. No caso de valores mobiliários de renda variável, a existência da estabilização demonstrará a existência ou não de excesso de demanda, visto que o exercício do lote suplementar ocorre apenas ao término das atividades de estabilização.

Em decorrência dos fundamentos acima apresentados, entendemos que inexistente a necessidade de alterar a redação atualmente prevista no artigo 24 da

¹ Emissões de Debêntures de (i) CTEEP-Cia Transm Energia Eléct. Paulista (CVM/SRE/DEB/2017/001); (ii) Algar Telecom S.A. (CVM/SRE/DEB/2017/002 e CVM/SRE/DEB/2017/003); (iii) Energisa S.A. (CVM/SRE/DEB/2017/004 e CVM/SRE/DEB/2017/005); (iv) Concessionária do Sistema Anhanguera-Bandeirantes S.A. (CVM/SRE/DEB/2017/006); (v) Transmissora Aliança de Energia Eléctrica S.A. (CVM/SRE/DEB/2017/007 e CVM/SRE/DEB/2017/008); (vi) Companhia Energética do Rio Grande do Norte – COSERN (CVM/SRE/DEB/2017/009 e CVM/SRE/DEB/2017/010); (vii) Companhia Paulista De Força Luz – CPFL (CVM/SRE/DEB/2017/011, CVM/SRE/DEB/2017/12 e CVM/SRE/DEB/2017/13); (viii) Light Serviços de Eletricidade S.A. (CVM/SRE/DEB/2017/014); (ix) Arteris S.A. (CVM/SRE/DEB/2017/015 e CVM/SRE/DEB/2017/017); e (x) Energisa S.A. (CVM/SRE/DEB/2017/018, CVM/SRE/DEB/2017/019 e CVM/SRE/DEB/2017/020).

Instrução CVM 400. Da mesma forma, sugerimos que a redação do artigo 5º-B na Instrução CVM 476 siga a mesma redação atual do artigo 24 da Instrução CVM 400.

Não obstante, caso a proposta acima sugerida não seja acatada por esta D. CVM, entendemos que a vinculação da opção de lote suplementar à existência da contratação de serviços de estabilização deveria se ater exclusivamente no contexto de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de renda variável, uma vez que, tomando por base o mercado de capitais nacional e a liquidez existente no mercado de ações brasileiro, apenas nesses tipos de operações é que se observa a contratação do agente estabilizador. Corroboramos o argumento aqui apresentado com o estudo recentemente publicado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) denominado "Operações de estabilização e lote suplementar no âmbito de ofertas com esforços restritos" ("Estudo do Lote Suplementar"), o qual, inclusive, foi encomendado em decorrência da discussão existente entre os participantes do mercado e esta D. CVM acerca da possibilidade de realização de operações de estabilização em ofertas públicas de distribuição de ações com esforços restritos de colocação mediante a utilização da opção de lote suplementar.

A nosso ver, o Estudo do Lote Suplementar, o qual, diga-se de passagem, analisou – como poucos o fizeram na academia brasileira – a operação de estabilização como um todo, limita-se tão-somente às operações do gênero realizadas no mercado de ações. Deste modo, entendemos que a sugestão realizada por referida Assessoria para que "*nos casos em que não se deseje ou não seja possível realizar operações de estabilização no período após a oferta no mercado primário não caberia, caso seja acatada esta sugestão, a oferta de lote suplementar*" estaria vinculada tão somente às ofertas públicas de distribuição de ações, sejam elas realizadas com esforços amplos ou restritos de colocação.

Em decorrência do acima exposto, caso a sugestão de manutenção integral da redação atualmente prevista no artigo 24 da Instrução CVM 400 e da conformidade da redação do artigo 5º-B na Instrução CVM 476 à redação atual do artigo 24 da Instrução CVM 400 não sejam acatadas, propomos que o *caput* dos referidos artigos permaneça da forma como originalmente consta do artigo 24 da Instrução CVM 400 e que seja inserido um novo parágrafo para especificar que, em se tratando de oferta pública de distribuição de valores mobiliários de renda variável, a opção de distribuição de lote suplementar somente poderá existir caso haja a previsão de realização de serviços de estabilização no contexto de referida oferta. Desta forma, apresentamos, para consideração desta D. CVM, o texto por nós proposto destacado abaixo com as nossas inclusões:

Instrução CVM 400

"Art. 24. O ofertante poderá outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, que preveja a possibilidade de, caso a procura dos valores mobiliários objeto de oferta pública de

distribuição assim justifique, 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 a 15% da quantidade inicialmente ofertada.

§1º A instituição intermediária deverá informar à CVM, até o dia posterior ao do exercício da opção de distribuição de lote suplementar, a data do respectivo exercício e a quantidade de valores mobiliários envolvidos.

§2º Em se tratando de oferta pública de distribuição de ações, certificados de depósito de ações e certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível II e Nível III, a opção de distribuição de lote suplementar prevista no caput somente poderá ser outorgada caso esteja diretamente vinculada ao serviço de estabilização de preços das ações, certificados de depósito de ações ou certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível II ou Nível III objeto da oferta.

Instrução CVM 476

"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, que preveja a possibilidade de, caso a procura dos valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição assim justifique, ser aumentada a quantidade de valores a distribuir, 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 Em se tratando de oferta pública de distribuição de ações, certificados de depósito de ações e certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível II e Nível III, a opção de distribuição de lote suplementar prevista no caput somente poderá ser outorgada caso esteja diretamente vinculada ao serviço de estabilização de preços das ações, certificados de depósito de ações ou certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível II ou Nível III objeto da oferta.

§ 3º O fato relevante a que se refere o art. 9º-A, § 1º, deve incluir os dados referentes à outorga da opção e ao contrato de estabilização."
(NR)

Por fim, embora não seja o escopo da Audiência Pública, visto que está sendo incluída disposição na Instrução CVM 476 sobre a possibilidade de lote suplementar, sugerimos, em linha com o voto do Diretor Pablo Renteria proferido no contexto do Processo Administrativo CVM n.º RJ2014/13261, a expressa menção da possibilidade de distribuição de *hot issue*/lote adicional, nos mesmos termos do artigo 14, § 2º, da Instrução CVM 400.

Inadmissibilidade de Cessão do Direito de Prioridade (Art. 9º-A, §5º, da Instrução CVM 476)

Outro ponto que nos chamou a atenção na Minuta refere-se à proposta realizada por esta D. CVM de inadmitir a cessão do direito de prioridade pelo acionista da companhia emissora no contexto de uma oferta pública de distribuição primária de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis em ações ou certificados de depósito desses valores mobiliários distribuída com esforços restritos.

Apesar de o direito de prioridade não estar expressamente previsto da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada ("Lei das Sociedades por Ações"), entendemos que referido mecanismo possui natureza semelhante – senão idêntica – à do direito de preferência constante do artigo 171 da Lei das Sociedades por Ações, direito este essencial aos acionistas por força do artigo 109, inciso IV, da Lei das Sociedades por Ações, uma vez que ambos buscam proteger os acionistas contra medidas unilaterais que possam resultar na diluição de sua participação no capital social da companhia emissora dos valores mobiliários²³.

Mecanismo idêntico ao direito de prioridade previsto no artigo 9º-A da Instrução CVM 476 consta do artigo 21 da Instrução CVM 400, na medida em que referida norma prevê que "*as ofertas públicas de distribuição deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas, permitida a concessão de prioridade aos antigos acionistas [...]*". Cabe

² "Com o direito de preferência objetiva-se permitir que os acionistas mantenham a mesma posição que tinham antes do aumento de capital. Constitui, assim, um instrumento de proteção aos seus direitos patrimoniais e políticos, pois, ao exercer o direito de preferência, ele mantém o seu percentual no capital." (grifo nosso) (in EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III – 2ª Edição Revista e Ampliada – Artigo 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015. P.)

³ Conforme constou do Relatório da Audiência Pública SDM 01/14, que editou a Instrução CVM 476 para, entre outras questões, permitir a distribuição de ações com esforços restritos de colocação: "As ofertas com esforços restritos, embora sejam ofertas públicas, são destinadas a um número limitado de investidores específicos, o que justifica a existência de mecanismos de proteção contra a diluição dos antigos acionistas." (grifo nosso)

destacar que referida Instrução não contém qualquer restrição à cessão para terceiros de referido direito.

Ora, se na própria norma que regulamenta as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários com esforços amplos de colocação (*i.e.*, Instrução CVM 400) não constou qualquer restrição à cessão do direito de prioridade pelo acionista da companhia emissora⁴, entendemos que referida restrição também não deveria existir na norma que regulamenta a oferta de ações distribuída com esforços restritos de colocação, uma vez que, no que se refere à oferta prioritária, o rol de acionistas acessados é idêntico entre ambos os tipos de ofertas, seja quando esta for realizada por meio dos termos da Instrução CVM 400 ou pela Instrução CVM 476.

Por fim, e novamente fazendo um paralelo com o direito de preferência, assim como permitido pelo artigo 171, § 6º, da Lei das Sociedades por Ações, entendemos que a cessão do direito de prioridade deveria ser permitida, uma vez que, nas palavras de José Luiz Bulhões Pedreira, "*a faculdade de ceder o direito de preferência propicia ao acionista a possibilidade de obter uma compensação pela desvalorização de suas ações, que usualmente ocorre após o aumento de capital.*" (grifo nosso)

Desta forma, sugerimos que esta D. CVM exclua da Minuta o §5º do artigo 9º-A que versa acerca da inadmissibilidade de cessão do direito de prioridade pelos acionistas.

Limitação dos Valores Mobiliários de Renda Fixa Referente ao Lock-Up da Instrução CVM 476 (Art. 13, inciso II, da Instrução CVM 476)

A Minuta prevê a exclusão da aplicabilidade do *lock-up* de 90 dias para alienação de valores mobiliários objeto de garantia firme "*nas ofertas públicas dos valores mobiliários descritos nos incisos I e III do §1º do art. 1º*" (*i.e.*, notas comerciais e debêntures não conversíveis ou não permutáveis por ações).

No entanto, tendo em vista que o item 2.2 do Edital de Audiência Pública propõe que "*o período de lock up de 90 (noventa) dias [...] não seja observado para as parcelas assumidas pelos coordenadores nas ofertas públicas de títulos de renda fixa, em razão do exercício de garantia firme de colocação*", e partindo do princípio que, na prática, as instituições intermediárias prestam garantia firme de colocação em outros valores mobiliários que não só os listados nos incisos I e III, sugerimos que referida exclusão se aplique à oferta pública de

⁴ Identificamos que a cessão do direito de prioridade constou prevista em diversas ofertas públicas de distribuição de ações, entre elas as seguintes (i) Oi S.A. (CVM/SRE/REM/2014/001); (ii) Inpar S.A. (CVM/SER/REM/2010/002); (iii) Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A. (CVM/SRE/REM/2013/005); e (iv) BR Malls Participações S.A. (CVM/SRE/REM/2007/059).

distribuição com esforços restritos de colocação de quaisquer valores mobiliários com características de renda fixa que estejam listados no artigo 1º da Instrução CVM 476, incluindo, mas não se limitando, cotas de fundos de investimento fechados, CRI, CRA, letras financeiras etc.

Assim, em caso de exercício de garantia firme em oferta restrita de quaisquer valores mobiliários realizada nos termos da Instrução CVM 476 (não apenas notas e debêntures), o intermediário líder não precisaria observar o lock-up de 90 dias previsto no artigo 13 da Instrução CVM 476, cumprindo, com isso, o intuito elencado no item 2.2 do Edital de Audiência Pública. Neste sentido, apresentamos abaixo a nossa sugestão para o artigo 13 destacado abaixo com as nossas inclusões:

"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 – do lote de garantia firme de colocação dos coordenadores indicados no momento da subscrição, nas ofertas públicas dos valores mobiliários descritos nos incisos I a IX 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."

Impossibilidade de Troca da Instituição Intermediária Líder ou da Espécie, Série e Classe de Valores Mobiliários Ofertados (Art. 3º-A da Instrução CVM 476)

Foi incluído na Minuta o artigo 3º-A para esclarecer que, nas ofertas públicas de distribuição com esforços restritos de colocação, não é admitida a troca do coordenador líder, nem da espécie, série ou classe dos valores mobiliários ofertados.

No que se refere a este ponto, entendemos que poderia ser esclarecido que demais alterações, ajustes e modificações nos documentos ou nos termos e condições da oferta restrita são permitidos desde que, em linha com o disposto no artigo 27 da Instrução CVM 400, (i) a modificação seja comunicada aos investidores já contatados; e (ii) os investidores que já tiverem aderido à oferta restrita confirmem, no prazo de até cinco dias úteis do recebimento da comunicação, o interesse em manter a declaração de aceitação, presumida a manutenção em caso de silêncio.

Adicionalmente, entendemos que deveria constar previsto na norma um momento a partir do qual e até quando referidas trocas não poderão ser realizadas. Entendemos que o período vedado para tais alterações que deveria constar da nova Instrução seria a partir do envio do comunicado de início pela instituição intermediária líder, terminando quando do envio do comunicado de encerramento. Desta forma, sugerimos que o artigo 3º-A seja ajustado na forma do disposto abaixo, o qual segue sublinhado com as nossas inclusões:

"Art. 3º-A. A partir do envio do comunicado de início previsto no art. 7º-A desta Instrução e até a entrega do documento mencionado no art. 8º desta Instrução, nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, não é admitida a troca:

I – da instituição intermediária líder; e

II – da espécie, série e classe dos valores mobiliários ofertados.

§ Único. Exceto pelo disposto no caput, é admitida, a qualquer tempo, alteração, ajustes e modificações nos documentos ou nos termos e condições da oferta restrita, desde que:

(a) a modificação seja comunicada por meio de correio eletrônico, correspondência física ou qualquer outra forma de comunicação passível de comprovação aos investidores já contatados; e

(b) os investidores que já tiverem aderido à oferta restrita confirmem, no prazo de até 5 (cinco) dias úteis do recebimento da comunicação, o interesse em manter a declaração de aceitação, presumida a manutenção em caso de silêncio."

Encaminhamento do Contrato de Estabilização (Art. 5º-C, § Único, da Instrução CVM 476)

No que se refere a esta inclusão, temos apenas uma breve consideração a realizar. Tendo em vista que os contratos relacionados à oferta pública de distribuição de ações são celebrados tão-somente quando do encerramento do procedimento de coleta de intenções de investimento (*bookbuilding*) – ou seja, após o início da oferta – sugerimos que o parágrafo único do artigo 5º-C seja brevemente

alterado apenas para prever que a SMI deverá receber, anteriormente ao início da oferta, a minuta do contrato de estabilização. Assim, quando do encerramento da oferta, o ofertante e/ou a instituição intermediária líder estariam obrigados a encaminhar a SMI referido documento assinado. Neste sentido, sugerimos que o artigo 5º-C passe a vigor com a seguinte redação:

"Art. 5º-C. Nas ofertas de ações 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 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.

§1º A minuta do contrato de estabilização de preços deve ser encaminhada a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI anteriormente ao início da oferta.

§2º Em até 5 (cinco) dias contados do envio do documento mencionado no art. 8º desta Instrução, o ofertante e/ou a instituição intermediária líder devem encaminhar a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI a versão integralmente assinada do contrato de estabilização de preços."

Sendo estes os comentários e sugestões que entendemos oportunos no âmbito da Audiência Pública, ficamos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

PINHEIRO GUIMARÃES