

São Paulo, 23 de fevereiro de 2018.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM**

Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar

20050-901 - Rio de Janeiro, RJ

**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO - SDM**

At.: **Sr. Antonio Carlos Berwanger**

Via e-mail: audpublicaSDM0517@cvm.gov.br

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/17 –  
Minuta de Instrução que propõe alterações na  
Instrução CVM 476 e na Instrução CVM 400.**

STOCHE, FORBES, PADIS, FILIZZOLA, CLÁPIS, PASSARO, MEYER E REFINETTI ADVOGADOS, sociedade de advogados localizada na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Av. Brigadeiro Faria Lima, nº 4100, 10º andar, CEP 04538-132, em resposta ao edital da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”) da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 05/17, datado de 11 de dezembro de 2017 (“Edital”), que propõe alterações na Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada (“Instrução CVM 476”), e na Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada (“Instrução CVM 400” e “Minuta”, respectivamente), vem respeitosamente à presença dessa D. CVM apresentar nossos comentários à Minuta:

**I. SUGESTÕES RELACIONADAS À MINUTA**

Inicialmente, parabenizamos a iniciativa desta D. Comissão de aperfeiçoar a regulamentação aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários. Com esse propósito,

gostaríamos de propor algumas sugestões de alterações à Minuta, conforme exposto abaixo.

**(a) Condições da Oferta (artigo 13, parágrafo único, inciso III da Instrução CVM 476)**

De acordo com o inciso III, parágrafo único, do artigo 13 da Instrução CVM 476, conforme redação proposta na Minuta, a negociação de debêntures não conversíveis e não permutáveis e notas promissórias comerciais objeto do lote de garantia firme de colocação pode acontecer antes de decorridos 90 (noventa) dias da subscrição ou aquisição, desde que a negociação se dê nos mesmos preços e condições da oferta.

Entendemos que o objetivo da norma é evitar que os coordenadores exerçam a garantia firme e, num curto espaço de tempo, negociem os valores mobiliários em condições mais vantajosas, em prejuízo do ofertante.

No entanto, nas emissões de debêntures e notas promissórias, é comum que os juros remuneratórios e atualização monetária comecem a ser calculados a partir da primeira data de integralização ou desde a data de emissão, e nesses casos faria sentido que os valores mobiliários eventualmente subscritos pelos coordenadores em decorrência do exercício da garantia firme pudessem ser negociados por um preço superior ao de integralização, para refletir os juros e atualização monetária acumulados no período. E a redação prevista na Minuta poderia levar à conclusão de que isso não seria possível (o que faria, inclusive, com que os investidores que adquirissem os valores mobiliários dos coordenadores no mercado secundário tivessem um tratamento mais benéfico do que aqueles que realizassem a subscrição no mercado primário, em violação ao princípio de tratamento equitativo para os investidores). Dessa forma, sugerimos a uma nova redação do inciso III, parágrafo único do artigo 13 da Minuta:

*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:*

[...]

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

[...]

*III - a negociação deve se dar nos mesmos preços e condições da oferta, observada a possibilidade de inclusão de juros e correção monetária, nos termos do instrumento jurídico relativo aos valores mobiliários objeto da oferta.*

**(b) Divulgação das demonstrações financeiras (artigo 17, inciso IV da Instrução CVM 476)**

O inciso IV do artigo 17 da Instrução CVM 476, conforme redação proposta pela Minuta, exige que o emissor mantenha as 3 (três) últimas demonstrações financeiras, acompanhadas das notas explicativas e relatório dos auditores independentes, em sua página na rede mundial de computadores, enquanto o valor mobiliário estiver admitido à negociação.

Compreende-se a preocupação da CVM com a ampla divulgação das informações financeiras, uma vez que elas serão umas das principais fontes de informações dos investidores a respeito de emissores que não possuam registro de companhia aberta.

Em relação a esse ponto, contudo, lembramos que companhias fechadas que nunca realizaram ofertas públicas de valores mobiliários nos termos da Instrução CVM 476 não são, em regra, obrigadas a submeter suas demonstrações financeiras a auditores independentes, e seria excessivamente oneroso exigir que elas tivessem suas 3 (três) últimas demonstrações financeiras auditadas retroativamente – conclusão a que se poderia chegar pela leitura do artigo 17, inciso IV, da Minuta, e que poderia inibir o acesso ao mercado de capitais por novos emissores.

Assim, sugerimos que a Minuta deixe claro que a obrigação dos emissores consistirá em manter em sua página na rede mundial de computadores: (i) suas 3 (três) últimas

demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas; e (ii) sempre que disponíveis, os respectivos relatórios dos auditores independentes (sendo certo que as demonstrações financeiras posteriores à realização da oferta restrita necessariamente serão submetidas a auditores independentes, por força do inciso II do artigo 17 da Instrução CVM 476).

Dessa forma, sugerimos seguinte redação do inciso IV do artigo 17 da Minuta:

*Art. 17. Sem prejuízo do disposto em regulamentação específica, são obrigações do emissor dos valores mobiliários admitidos à negociação nos termos do art. 14 desta Instrução*

[...]

*IV – manter as suas 3 (três) últimas demonstrações financeiras acompanhadas de notas explicativas ~~referidas no inciso III~~ em sua página na rede mundial de computadores enquanto o valor mobiliário estiver admitido à negociação, e, sempre que disponíveis, os respectivos relatórios dos auditores independentes;*

[...].

**(c) Troca da instituição intermediária líder e da espécie, série e classe dos valores mobiliários emitidos (artigo 3º-A da Instrução CVM 476)**

O artigo 3º-A da Instrução 476, a ser introduzido pela Minuta, prevê que não será admitida a troca da instituição intermediária líder nem da espécie, série e classe dos valores mobiliários ofertados.

Ocorre que a referida regra é ainda mais restritiva que a prevista nos artigos 27 e seguintes da Instrução CVM 400 – que permite a modificação dos termos e condições da oferta. E, uma vez que as ofertas com esforços restritos se destinam a investidores profissionais, não nos parece razoável estabelecer uma regra menos flexível do que a aplicável às ofertas realizadas no âmbito da Instrução CVM 400, que se destinam a um público mais amplo e que requer maior proteção.

Especificamente em relação à troca da instituição líder, entendemos que não deveria haver vedação nesse sentido, uma vez que eventual substituição da instituição líder poderia ser necessária, por exemplo, caso a instituição intermediária líder, nos termos do contrato de distribuição, renuncie a tal função, ou caso o emissor, também nos termos do contrato de distribuição, destitua a instituição líder. Nesses casos, nos parece razoável que seja permitida a substituição do intermediário líder, sem impor às partes, especialmente ao emissor, responsável por arcar com os custos de estruturação da oferta, o ônus de incorrer em custos demasiadamente elevados para viabilizar a oferta junto ao mercado.

Vale destacar, ainda, que eventual vedação à troca da instituição líder poderia ser prejudicial para a indústria de fundos de investimento. Como é de praxe, muitos fundos de investimento são estruturados por gestores. Nos casos em que os gestores não estão vinculados a um grupo financeiro, existe grande dependência desses participantes dos intermediários que venham a atuar como intermediário líder da oferta restrita de cotas de fundos de investimento. Pelos mesmos motivos acima, uma vez que os custos de estruturação do fundo e da oferta recaem sobre os gestores, nos parece que a substituição da instituição líder deveria ser permitida, tornando viável a colocação do fundo e das cotas no mercado.

Assim sendo, sugerimos que a Minuta flexibilize a regra, permitindo a alteração dos termos da oferta, mas atribuindo à instituição intermediária líder a obrigação de informar aos potenciais investidores sobre tais alterações e estabelecendo um prazo para os investidores que já tiverem aderido à oferta confirmem o interesse em manter o investimento nos valores mobiliários ofertados. Em caso de eventual troca da instituição intermediária líder, nos parece que seria adequado que tal comunicação seja feita de forma conjunta pelas duas instituições (a instituição líder substituta e a substituída) tanto à CVM quanto aos potenciais investidores.

Além disso, entendemos que a Minuta deve deixar claro a partir de quando as restrições começam a ser aplicáveis. No nosso entendimento, o termo inicial deveria ser a primeira procura por potenciais investidores, uma vez que antes disso quaisquer alterações nos termos da oferta não trarão prejuízos para quaisquer das partes.

Dessa forma, sugerimos seguinte redação para o artigo 3º-A da Instrução CVM 476:

*Art. 3º-A. Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, é admitida a modificação dos termos e condições da oferta, mediante a adequada comunicação e informação dos investidores.*

*§1º. Em caso de modificação da oferta após a primeira procura por potenciais investidores, a modificação deverá ser comunicada a todos os investidores que já tiverem sido acessados no âmbito da oferta restrita, e as entidades integrantes do consórcio de distribuição deverão se acautelar e se certificar, no momento do recebimento das aceitações da oferta, de que o manifestante está ciente de que a oferta original foi alterada e de que tem conhecimento das novas condições.*

*§2º Na hipótese prevista no §1º, os investidores que já tiverem aderido à oferta deverão ser comunicados diretamente, por correio eletrônico, correspondência física ou qualquer outra forma de comunicação passível de comprovação, a respeito da modificação efetuada, para que confirmem, no prazo de 5 (cinco) dias úteis do recebimento da comunicação, o interesse em manter a declaração de aceitação, presumida a manutenção em caso de silêncio.*

#### **(d) Prazo máximo de duração das ofertas (artigo 8º-A da Instrução CVM 476)**

O artigo 8º-A da Instrução CVM 476, a ser introduzido pela Minuta, prevê que “o prazo máximo das ofertas com esforços restritos objeto desta instrução é de 24 meses”.

Entendemos que o objetivo da regra é estabelecer o prazo máximo durante o qual a oferta restrita poderá ser realizada. No entanto, acreditamos que a redação do dispositivo pode ser aperfeiçoada, para evitar a interpretação de que os valores mobiliários distribuídos nos termos da Instrução CVM 476 poderão ter prazo máximo de 24 (vinte e quatro) meses.

Além disso, para facilitar a compreensão da regra, sugerimos que a Minuta defina qual é o marco inicial para a contagem do prazo, o que sugerimos que se dê a partir da primeira procura por potenciais investidores (que é, também, o marco inicial para a contagem do prazo para envio da comunicação de início da oferta).

Dessa forma, sugerimos seguinte redação para o artigo 8º-A da Instrução CVM 476::

*Art. 8º-A. O prazo máximo de distribuição das ofertas com esforços restritos objeto desta instrução é de 24 meses contados a partir da primeira procura por potenciais investidores no âmbito da oferta restrita.*

## II. CONCLUSÃO

Pelo exposto, em conclusão, fazemos questão de reiterar que apoiamos totalmente as iniciativas dessa D. Comissão em desenvolver o mercado de valores mobiliários brasileiro, que já se encontra em constante evolução.

Sendo o que nos cumpria para o momento, renovamos nossos protestos de elevada estima e consideração.

Atenciosamente,

**STOCHE FORBES ADVOGADOS**