



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11

**Objeto:** Regulamentação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

#### Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para sintetizar as sugestões recebidas no âmbito da Audiência Pública SDM nº 02/21, e apresentar as respectivas manifestações da CVM<sup>1</sup>. A Audiência Pública SDM nº 02/21 recebeu comentários do público entre os dias 10 de março e 8 de julho de 2021.

A audiência teve como objeto três minutas de instrução (“Minutas”).

A primeira e principal minuta (“Minuta A”) reflete o novo regime proposto para ofertas públicas de valores mobiliários.

A segunda minuta (“Minuta B”) trata do registro de intermediários de oferta pública.

A terceira minuta (“Minuta C”) limita-se a promover ajustes de redação em outras normas vigentes, harmonizando-as ao novo regime de ofertas públicas ora proposto.

As manifestações recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores<sup>2</sup>, razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida.

Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de resolução.

Tendo em vista a revisão e consolidação de atos normativos determinada pelo Decreto 10.139, de 19 de novembro de 2019, a versão final da regra contempla ainda a incorporação do conteúdo da Instrução CVM nº 530, de 22 de novembro de 2012, sem alterações significativas de mérito.

---

<sup>1</sup> Este relatório é um documento de cunho meramente informacional e acessório às Resoluções editadas, cujo objetivo é facilitar a compreensão das conclusões da Autarquia em relação às sugestões recebidas.

<sup>2</sup> [http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2021/sdm0221.html](http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A menos que indicado de outro modo, as remissões feitas ao longo deste relatório a dispositivos das Minutas devem ser entendidas da seguinte forma: no relato das contribuições recebidas dos participantes, os dispositivos indicados consideram a numeração das Minutas, conforme submetidas à Audiência Pública; nos quadros de resposta às contribuições, as remissões consideram a numeração final adotada nas Resoluções editadas.

Para apresentar as sugestões recebidas, este relatório está organizado da seguinte forma:

<b>1</b>	<b>Participantes .....</b>	<b>14</b>
<b>2</b>	<b>Comentários à Minuta A .....</b>	<b>14</b>
2.1	Âmbito, definições e finalidades .....	14
2.1.1	Âmbito (art. 1º) .....	14
2.1.2	Definições (art. 2º) .....	15
2.1.2.1	Lote adicional e suplementar .....	15
2.1.2.2	Coordenadores da oferta (art. 2º, II, atual III).....	16
2.1.2.3	Documento de aceitação da oferta (art. 2º, III, atual IV).....	17
2.1.2.4	Documentos da oferta (art. 2º, IV, atual V) .....	18
2.1.2.5	Emissor em fase pré-operacional (art. 2º, VI, atual VII).....	19
2.1.2.6	Emissor frequente de valores mobiliários de renda fixa (art. 2º, VII, atual VIII) .....	21
2.1.2.7	Encerramento da oferta (art. 2º, VIII, atual IX) .....	21
2.1.2.8	Instituição líder (art. 2º, IX, atual II) .....	22
2.1.2.9	Investidor institucional (art. 2º, X) .....	23
2.1.2.10	Investidor profissional (art. 2º, XI, atual X) .....	25
2.1.2.11	Material publicitário (art. 2º, XIII, atual XII) .....	25
2.1.2.12	Oferta a mercado (art. 2º, XIV, atual XIII) .....	27
2.1.2.13	Ofertantes (art. 2º, XV, atual XIV) .....	28
2.1.2.14	Período de distribuição (art. 2º, XVI, atual XV) .....	28
2.1.2.15	Pessoas vinculadas (art. 2º, XVII, atual XVI) .....	29
2.1.2.16	Bookbuilding (art. 2º, XVIII, atual XVII) .....	30
2.1.2.17	Prospecto (art. 2º, XIX, atual XVIII).....	31
2.1.2.18	Prospecto definitivo (art. 2º, XX, atual XIX) .....	31



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2.1.2.19	Público investidor em geral (art. 2º, XXII, atual XXI) .....	32
2.1.2.20	Propostas de novas definições (art. 2º, novos incisos) .....	33
2.1.2.21	Documentos em formato digital (art. 2º, novos parágrafos).....	35
2.2	Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários .....	36
2.2.1	Caracterização da oferta pública (art. 3º) .....	36
2.2.1.1	Exemplos de caracterização de oferta pública (art. 3º, § 1º) .....	40
2.2.1.1.1	Documento de aceitação (art. 3º, § 1º, I) .....	40
2.2.1.1.2	Material publicitário (art. 3º, § 1º, II, atual I).....	40
2.2.1.1.3	Consulta sobre a viabilidade da oferta (art. 3º, § 1º, IV, atual III) .....	41
2.2.1.1.4	Negociação em estabelecimento aberto ao público (art. 3º, § 1º, V, atual IV) .....	42
2.2.1.2	Caráter público da oferta registrada (art. 3º, § 2º).....	42
2.2.2	Necessidade de registro (art. 4º) .....	43
2.2.3	Necessidade de instituição intermediária e fundos de investimento (art. 5º).....	43
2.2.4	Consulta sigilosa (art. 6º) .....	44
2.2.4.1	Investidores passíveis de serem consultados (art. 6º, caput).....	44
2.2.4.2	Consulta sigilosa por prestadores de serviço de fundos de investimento .....	45
2.2.4.3	Omissão de informações (art. 6º, § 2º, II) .....	45
2.2.4.4	Sigilo da consulta (art. 6º, § 3º).....	47
2.2.4.5	Manutenção de informações (art. 6º, § 4º) .....	47
2.2.5	Tratamento equitativo (art. 7º).....	48
2.2.6	Cessão de direitos de prioridade (art. 7º) .....	48
2.2.7	Ofertas não sujeitas à regulamentação (“safe harbor”) (art. 8º) .....	49
2.2.7.1	Comentários gerais.....	49
2.2.7.2	Fundos fechados (art. 8º, I) .....	50
2.2.7.3	Ofertas subsequentes de cotas (art. 8º, II) .....	50
2.2.7.4	Plano de remuneração (art. 8º, III).....	52
2.2.7.5	Lote único (art. 8º, IV) .....	53
2.2.7.6	Ofertas no exterior (art. 8º, VI) .....	55
2.2.7.7	Propostas de novas isenções (novos incisos ao art. 8º).....	58
2.2.7.8	Vedação de material publicitário (art. 8º, § 2º) .....	66
2.2.7.9	Preponderância de regras específicas aplicáveis a fundos de investimento (art. 8º, proposta de novo parágrafo).....	68



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2.2.8	Consulta prévia sobre inaplicabilidade do registro (proposta de novo artigo) .....	68
2.3	Publicidade e documentos da oferta .....	69
2.3.1	Exigência de prospecto (art. 9º) .....	69
2.3.1.1	Exceção a investidores profissionais (art. 9º, I) .....	70
2.3.1.2	Recuperação judicial (art. 9º, II, atual III) .....	72
2.3.1.3	Whitepaper (art. 9º, proposta de novo inciso) .....	72
2.3.1.4	Fundos sem mudança na política de investimento (art. 9º, proposta de novo inciso) ... .....	72
2.3.1.5	Alertas (art. 9º, § 1º) .....	73
2.3.2	Publicidade (art. 10) .....	73
2.3.3	Período de silêncio (art. 11) .....	75
2.3.3.1	Data de início (art. 11, I) .....	76
2.3.3.2	Data de encerramento (art. 11, II) .....	78
2.3.3.3	Comunicações expressamente ressalvadas (art. 11, § 1º).....	78
2.3.3.3.1	Responsáveis pela comunicação (art. 11, §1º, I) .....	79
2.3.3.3.2	Período de exceção (art. 11, § 1º, III).....	79
2.3.3.4	Inaplicabilidade do período de silêncio (art. 11, § 2º) .....	80
2.3.3.5	Caráter reservado da informação (art. 11, § 3º).....	81
2.3.3.6	Dispensa do período de silêncio para investidores qualificados e profissionais (art. 11, proposta de novo parágrafo). .....	82
2.3.4	Publicidade da oferta a mercado (art. 12) .....	83
2.3.4.1	Identificação (art. 12, § 1º).....	84
2.3.4.2	Conteúdo das comunicações (art. 12, § 2º, I) .....	84
2.3.4.3	Elementos gráficos e não textuais (art. 12, § 3º) .....	85
2.3.4.4	Advertências (art. 12, § 4º) .....	86
2.3.4.5	Entrevistas na mídia (art. 12, sugestões de novos dispositivos).....	87
2.3.5	Locais de divulgação (art. 13).....	88
2.3.5.1	Dispensas (art. 13, § 3º) .....	89
2.3.5.2	Dispensa de informações sobre pessoas naturais nos anúncios (art. 13, sugestão de novo parágrafo, atual § 4º) .....	90
2.3.6	Envio à SRE de material publicitário (art. 14, parágrafo único) .....	90
2.3.7	Responsáveis pela publicidade (art. 15).....	90



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2.3.8	Responsáveis pelo prospecto (art. 16).....	91
2.3.9	Conteúdo do prospecto (art. 17).....	92
2.3.9.1	Diferentes prospectos (art. 17, §§ 1º e 7º) .....	94
2.3.9.2	Características da oferta (art. 17, § 3º) .....	95
2.3.9.3	Obrigações do emissor (art. 17, § 4º) .....	96
2.3.9.4	Informações adicionais (art. 17, § 5º) .....	97
2.3.9.5	Quantidade de valores mobiliários ofertados (art. 17, § 6º) .....	97
2.3.9.6	Dever de cooperação do ofertante (art. 17, parágrafo novo) .....	98
2.3.9.7	Dispensa de prospecto em função de informações na rede mundial de computadores (art. 17, parágrafo novo) .....	98
2.3.9.8	Cumprimento das condições do prospecto (art. 17, novo parágrafo 9º).....	99
2.3.10	Organização do prospecto (art. 18, § 1º).....	99
2.3.11	Fatores de risco (art. 19) .....	99
2.3.11.1	Avaliação de materialidade (art. 19, § 2º) .....	100
2.3.11.2	Escala de risco (art. 19, §§ 3º e 4º) .....	100
2.3.12	Prospecto preliminar (art. 20).....	102
2.3.12.1	Hipóteses de utilização do prospecto preliminar (art. 20, § 2º).....	102
2.3.12.2	Avisos do prospecto preliminar (art. 20, § 3º) .....	103
2.3.12.3	Inclusão de informações adicionais (art. 20, sugestão de novo parágrafo) .....	104
2.3.13	Informações não contidas no prospecto (art. 21).....	104
2.3.14	Suspensão por imprecisão ou mudança relevante (art. 22) .....	105
2.3.15	Lâmina da oferta (art. 23) .....	106
2.3.15.1	Obrigatoriedade da lâmina (art. 23, § 1º).....	107
2.3.15.2	Utilidade das informações da lâmina (art. 23, § 2º, I) .....	108
2.3.15.3	Fatores de risco na lâmina (art. 23, §§ 4º e 5º) .....	108
2.3.16	Atualidade das informações fornecidas durante a oferta (art. 24) .....	109
2.3.17	Responsabilidades da instituição líder (art. 24, § 1º) .....	110
2.3.18	Guarda de documentos (art. 24, § 3º) .....	111
2.4	Ritos e procedimentos .....	112
2.4.1	Emissores não registrados (art. 25, § 2º) .....	112
2.4.2	Rito automático (art. 26).....	113
2.4.2.1	Oferta inicial de ações e debêntures (art. 26, proposta de novo inciso).....	113



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2.4.2.2	Oferta inicial de cotas de fundo fechado (art. 26, VI) .....	114
2.4.2.3	Oferta subsequente de cotas de fundos fechados (art. 26, VII) .....	115
2.4.2.4	Oferta de títulos de securitização (art. 26, VIII) .....	116
2.4.2.5	Oferta de debêntures incentivadas de infraestrutura (art. 26, IX) .....	117
2.4.2.6	Oferta de contrato de investimento coletivo (art. 26, proposta de novo inciso).....	119
2.4.2.7	Oferta oriunda de processo de tecnologia de registro distribuído (art. 26, proposta de novo inciso) .....	120
2.4.2.8	Oferta de natureza híbrida (art. 26, proposta de novo inciso) .....	120
2.4.2.9	Observações aplicáveis às hipóteses de oferta (art. 26, parágrafo único, atual § 1º).....	121
2.4.3	Requerimento de registro automático (art. 27).....	122
2.4.3.1	Documentos necessários em ofertas a investidores profissionais (art. 27, I) .....	122
2.4.3.2	Documentos necessários em ofertas ao público em geral (art. 27, II) .....	124
2.4.3.3	Requerimento de registro na pendência de informações (art. 27, § 1º, atual § 2º) .....	125
2.4.3.4	Documentos mantidos à disposição (art. 27, § 3º, atual § 4º) .....	127
2.4.3.5	Condições adicionais para recebimento de reservas, coleta de intenções de investimento e início da distribuição (art. 27, § 4º, atual § 5º) .....	128
2.4.3.5.1	Obrigações de arquivamento de informações periódicas (art. 27, § 4º, I, atual § 5º, I) .	128
2.4.3.5.2	Obrigações dos mercados regulamentados (art. 27, § 4º, III, atual § 5º, III).....	128
2.4.3.6	Análise por entidade autorreguladora (art. 27, § 6º, atual § 7º).....	130
2.4.3.6.1	Documentos necessários (art. 27, § 6º, I, atual § 7º, I).....	130
2.4.3.7	Divulgação do requerimento (art. 27, § 8º, atual § 9º) .....	131
2.4.4	Rito ordinário (art. 28).....	131
2.4.4.1	Emissor pré-operacional (art. 28, §§ 1º e 2º) .....	132
2.4.5	Requerimento de registro (art. 29) .....	132
2.4.5.1	Documentos de deliberação (art. 29, III) .....	132
2.4.5.2	Formalização da emissão (art. 29, IV) .....	133
2.4.5.3	Outras informações (art. 29, VII).....	134
2.4.5.4	Exigências para o registro (art. 29, § 1º, II) .....	135
2.4.5.5	Ofertas a mercado e informações pendentes (art. 29, §§ 2º e 3º).....	135



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2.4.6	Condução da análise reservada (art. 32).....	136
2.4.7	Vazamento da informação sobre requerimento de registro de oferta (art. 35) .....	136
2.4.8	Documentação insuficiente (art. 37).....	137
2.4.8.1	Prazo para comunicação de insuficiência (art. 37, § 1º).....	137
2.4.8.2	Avaliação sobre a suficiência (art. 37, § 2º) .....	138
2.4.9	Prazo para exigências (art. 38) .....	139
2.4.9.1	Apresentação das respostas (art. 38, § 3º) .....	140
2.4.9.2	Fato novo (art. 38, §§ 7º e 8º, atuais §§ 8º e 9º) .....	140
2.4.10	Indeferimento (art. 40).....	142
2.4.10.1	Inviabilidade ou temeridade do empreendimento (art. 40, I).....	142
2.4.11	Dispensas de registro e requisitos (art. 43) .....	142
2.4.11.1	Condições levadas em consideração na análise das dispensas (art. 43, § 1º).....	145
2.4.11.2	Afastamento do registro automático em razão de dispensas (art. 43, § 3º).....	146
2.4.12	Análise da dispensa (art. 44) .....	146
2.4.13	Declarações do investidor em caso de dispensas (art. 45) .....	147
2.4.14	Imposição de restrições à negociação (art. 46) .....	147
2.4.15	Validade do registro (art. 47) .....	149
2.4.15.1	Prazo para divulgação do anúncio de início (art. 47, parágrafo único) .....	149
2.4.16	Prazo para subscrição ou aquisição dos valores mobiliários ofertados (art. 48).....	150
2.5	Condução da oferta.....	150
2.5.1	Plano de distribuição (art. 49) .....	150
2.5.1.1	Tranches prioritárias (art. 49, I).....	151
2.5.1.2	Prioridade para acionistas que se submetam a lock-up (art. 49, II) .....	151
2.5.1.3	Rateio (art. 49, III).....	151
2.5.1.4	“Ofertas a mercado” (art. 49, proposta de novo inciso).....	152
2.5.1.5	Alocação dos valores mobiliários e relações comerciais (art. 49, parágrafo único).....	153
2.5.2	Lote adicional (art. 50) .....	153
2.5.3	Lote suplementar (art. 51) .....	154
2.5.4	Risco de diluição (art. 52; atual art. 53) .....	156
2.5.4.1	Direito de prioridade e preferência em fundos (art. 52, caput e § 2º; atuais art. 53, caput e § 2º) .....	156



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2.5.4.2	Dispensa ou redução de prazo do direito de preferência (art. 52, proposta de novo parágrafo; atual art. 53) .....	158
2.5.5	Tratamento de conflitos de interesse (art. 53; atual art. 54) .....	159
2.5.5.1	Pessoas sujeitas a vedações (art. 53, caput e § 1º; atuais art. 54, caput e § 1º) .....	159
2.5.5.2	Marco de início da vedação (art. 53, § 1º, I, “a”; atual art. 54, § 1º, I, “a”).....	159
2.5.5.3	Aplicação da vedação aos administradores de instituições intermediárias (art. 53, § 1º, IV, “b”; atual art. 54, § 1º, IV, “b”).....	160
2.5.5.4	Exceções à vedação (art. 53, § 2º; atual art. 54, § 2º) .....	160
2.5.6	Excesso de demanda (art. 55; atual art. 56) .....	160
2.5.6.1	Caracterização do excesso (art. 55, caput; atual art. 56, caput).....	160
2.5.6.2	Proposta de exceção para cumprimento de requisitos regulatórios (art. 55, § 1º; atual art. 56, § 1º).....	162
2.5.6.3	Proposta de exceção em ofertas destinadas a investidores profissionais (proposta de novo parágrafo) .....	162
2.5.6.4	Proposta de exceção em ofertas sem apreçamento (proposta de novo parágrafo).....	163
2.5.6.5	Mecanismo de afastamento da vedação (art. 55, §§ 2º e 3º; atuais art. 56, §§ 4º e 5º)	163
2.5.7	Oferta a mercado (art. 56; atual art. 57).....	165
2.5.7.1	Aviso ao mercado (art. 56, § 1º; atual art. 57, § 1º) .....	166
2.5.7.2	Disponibilização do prospecto preliminar (art. 56, § 2º; atual art. 57, § 2º).....	167
2.5.7.3	Oferta a mercado e registro automático (art. 56, § 3º; atual art. 57, § 3º).....	168
2.5.8	Irrevogabilidade da oferta (art. 57; atual art. 58) .....	169
2.5.9	Período de distribuição (art. 58; atual art. 59).....	170
2.5.9.1	Anúncio de início (art. 58, § 3º; atual art. 59, § 3º) .....	170
2.5.9.2	Período de distribuição mínimo (art. 58, § 4º; atual art. 59, § 4º) .....	171
2.5.10	Divulgação de fato relevante (proposta de novo artigo) .....	172
2.5.11	Apresentações para Investidores (art. 59; atual art. 60) .....	172
2.5.12	Preço da oferta (art. 60; atual art. 61) .....	173
2.5.12.1	Procedimento de precificação (art. 60, § 2º; atual art. 61, § 2º).....	173
2.5.12.2	Divulgação do preço ou taxa (art. 60, § 3º; atual art. 61, § 4º) .....	175
2.5.12.3	Preço como condição de registro (art. 60, § 4º; atual art. 61, § 5º).....	176





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2.5.12.4	Preços distintos em caso de direito de preferência (art. 60, proposta de novo parágrafo).....	176
2.5.13	Suitability (art. 62; atual art. 64) .....	177
2.5.14	Recebimento de reservas (art. 63; atual art. 65) .....	178
2.5.14.1	Divulgação (art. 63, II; atual art. 65, II).....	178
2.5.14.2	Depósito (art. 63, § 2º; atual art. 65, § 2º).....	179
2.5.14.3	Documento de aceitação (art. 63, § 4º; atual art. 65, § 4º).....	180
2.5.14.4	Possibilidade de desistência (art. 63, § 5º; atual art. 65, § 5º) .....	180
2.5.14.5	Conteúdo da solicitação (art. 63, § 6º; atual art. 65, § 6º) .....	181
2.5.15	Modificação da oferta (art. 65; atual 67) .....	181
2.5.15.1	Modificação em oferta de rito ordinário (art. 65, §§ 1º e 3º; atual art. 67, §§ 1º e 3º).. .....	181
2.5.15.2	Aprovação tácita (art. 65, § 4º; atual art. 67, § 4º).....	182
2.5.15.3	Prorrogação do prazo da oferta (art. 65, § 6º; atual art. 67, § 7º) .....	182
2.5.15.4	Modificação em favor dos investidores (art. 65, §§ 7º e 9º; atual art. 67, § 8º) .....	182
2.5.15.5	Contratação de novos distribuidores (art. 65, proposta de novo parágrafo).....	184
2.5.15.6	Interação com entidade administradora (art. 65, proposta de novo parágrafo) .....	184
2.5.16	Divulgação de modificação (art. 67; atual art. 69).....	185
2.5.16.1	Possibilidade de desistência (art. 67, §§ 1º e 3º; atual art. 69, §§ 1º e 5º) .....	185
2.5.17	Suspensão ou cancelamento da oferta pela SRE (art. 68; atual art. 70).....	187
2.5.17.1	Rescisão do contrato de distribuição (art. 68, §§ 4º e 5º; atual art. 70, §§ 4º e 5º) .....	187
2.5.18	Divulgação da suspensão ou cancelamento (art. 69; atual art. 71).....	188
2.5.19	Distribuição parcial (art. 71; atual art. 73) .....	189
2.5.19.1	Informações sobre destinação de recursos (art. 71, § 1º; atual art. 73, § 1º).....	189
2.5.19.2	Efeitos sobre subscrições e aquisições (art. 71, § 2º; atual art. 73, § 2º).....	190
2.5.19.3	Restituição de valores aos investidores (art. 71, §§ 3º e 4º; atual art. 73, §§ 3º e 4º) .. .....	191
2.5.19.4	Condicionamento da adesão à oferta pelo investidor (art. 72; atual art. 74) .....	191
2.5.20	Encerramento da oferta (art. 74; atual art. 76) .....	193
2.6	Instituições intermediárias.....	193
2.6.1	Gestor como instituição líder (proposta de novo artigo).....	193



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2.6.2	Contrato de distribuição (art. 76, atual art. 78) .....	194
2.6.3	Consórcio (art. 77, atual art. 79) .....	194
2.6.3.1	Adesão (art. 77, § 2º, atual art. 79, § 2º) .....	194
2.6.3.2	Garantia de distribuição (art. 77, § 3º) .....	195
2.6.3.3	Liquidação da oferta por terceiros (art. 77, proposta de novo parágrafo, atual art.79, § 5º) .....	195
2.6.4	Alterações do contrato de distribuição (art. 78, atual art. 80) .....	196
2.6.5	Obrigações do líder (art. 80, atual art. 83) .....	196
2.7	Restrições à negociação .....	198
2.7.1	Restrições relacionadas a emissores não-operacionais (art. 81, atual art. 84) .....	198
2.7.2	Restrições aplicáveis a ofertas de registro automático (art. 82, atual art. 86).....	199
2.7.2.1	Público constante do regulamento (art. 82, § 1º, atual art. 86, § 1º) .....	202
2.7.2.2	Cessaçãõ da restrição em caso de divulgação de prospecto (art. 82, proposta de novo parágrafo).....	203
2.7.2.3	Exercício de garantia firme (art. 82, proposta de novo parágrafo) .....	203
2.7.3	Emissor não registrado (art. 84, atual art. 88) .....	204
2.7.3.1	Admissão em bolsa de cotas de fundos fechados em ofertas não registradas (art. 84, proposta de novo parágrafo) .....	204
2.7.4	Obrigações para negociação (art. 85, atual art. 89).....	204
2.7.5	Responsabilidade dos intermediários (art. 86, atual art. 90) .....	205
2.8	Responsabilidade dos administradores .....	206
2.8.1	Administradores do ofertante (art. 87, atual art. 91) .....	206
2.9	Análise por autorreguladora .....	207
2.9.1	Convênios (art. 91, atual art. 95).....	207
2.9.1.1	Regras dos convênios (art. 91, parágrafo único, atual art. 95, parágrafo único) .....	207
2.10	Disposições finais .....	207
2.10.1	Entrada em vigor (art. 95, atual art. 100).....	207
2.11	Prospecto de Ações (Anexo A) .....	208
2.11.1	Comentários gerais.....	208
2.11.2	Destinação de recursos em caso de abatimento de dívidas (item 3.4) .....	208
2.11.3	Outras fontes de recursos (item 3.7) .....	209
2.11.4	Cronograma (item 5.1) .....	209



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2.11.5	Descrição das ações (item 6.3).....	210
2.11.6	Outras características da oferta (item 8) .....	210
2.11.7	Relacionamentos e conflitos de interesse (item 10).....	210
2.12	Prospecto de Dívida (Anexo B).....	212
2.12.1	Títulos “sustentáveis” (item 3.8).....	212
2.13	Prospecto de Fundos Fechados (Anexo C).....	213
2.13.1	Custo unitário de distribuição (item 3.1.3 das informações da capa do prospecto e item 2.5 das informações do prospecto, atuais itens 3.1.c da capa e 2.5).....	213
2.13.2	Apresentação da classe de cotas (item 2.2).....	214
2.13.3	Valor mínimo da oferta (item 2.6) .....	214
2.13.4	Antecedência das informações sobre a liquidação da oferta (item 5.1) .....	214
2.13.5	Informações sobre direito de preferência (proposta de novo item, atual item 6.2)..... .....	215
2.13.6	Demonstrações financeiras da classe de cotas (item 13.2).....	215
2.14	Segregação dos prospectos de securitização (proposta de novo anexo).....	215
2.15	Prospectos de FIDC e Securitização (Anexo D, atuais Anexos D e E).....	216
2.15.1	Identificação do devedor dos créditos (item 3 da capa do prospecto conforme Anexo D) .....	216
2.15.2	Dados da oferta (item 4.1 da capa do prospecto conforme Anexo D, atual Anexo E) .... .....	217
2.15.3	Destinação de recursos (item 3.3 do Anexo D, atual Anexo E).....	217
2.15.4	Composição do capital social e capitalização de securitizadora S2 (item 6 do Anexo D, atual Anexo E).....	217
2.15.5	Cessão de créditos ao emissor (item 10.2 do Anexo D, atual Anexo E).....	218
2.15.6	Agente responsável pela cobrança (item 10.5 do Anexo D, atual Anexo E).....	218
2.15.7	Funções e responsabilidades de prestadores de serviços (item 10.10 do Anexo D, atual Anexo E).....	219
2.15.8	Informações sobre devedores ou coobrigados (item 12 do Anexo D, atual Anexo E) .... .....	219
2.16	Lâminas de ofertas: comentários gerais .....	220
2.17	Lâmina da Oferta de Ações (Anexo E, atual Anexo F).....	222
2.17.1	Indicação do tipo de oferta (título da lâmina) .....	222



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2.17.2	Indicação da instituição líder (item 1.A) .....	222
2.17.3	Preço (item 1.B.2).....	223
2.17.4	Detalhes relevantes sobre o emissor das ações (item 3).....	223
2.18	Lâmina da Oferta de Securitização (Anexo H, atual Anexo J) .....	224
2.18.1	Separação das lâminas de diferentes ativos .....	224
2.18.2	Identificação completa do valor mobiliário (item 1.A) .....	224
2.19	Modelos alternativos de lâmina (Anexos E a H, atuais Anexos F a J) .....	225
2.20	Contrato de distribuição (Anexo I, atual Anexo K).....	225
2.20.1	Identificação das instituições intermediárias (item 1).....	225
2.20.2	Autorização da emissão (item 2).....	226
2.20.3	Valores mobiliários objeto do contrato e procedimento adotado para sua distribuição (itens 4 e 7).....	226
2.20.4	Garantia de liquidez (item 8).....	227
2.21	Requerimento de dispensa de requisitos da oferta (Anexo J, atual Anexo L) .....	227
2.22	Anúncio de encerramento (Anexo K, atual Anexo M) .....	227
2.22.1	Data do ato de deliberação da oferta (item 5) .....	227
2.23	Resumo mensal de distribuição (Anexo L, atual Anexo N) .....	228
2.23.1	Tipos de investidor (item 2) .....	228
<b>3</b>	<b>Comentários à Minuta B .....</b>	<b>228</b>
3.1	Comentários gerais.....	228
3.2	Âmbito e finalidade .....	231
3.2.1	Equiparação entre instituição líder e demais intermediários (art. 1º) .....	231
3.2.1.1	Intermediação via registros distribuídos (arts. 1º, 3º e 4º) .....	232
3.2.1.2	Plataforma eletrônica de investimento: padronização de nomenclatura (art. 1º, § 2º, I; atual art. 1º, parágrafo único, II).....	233
3.2.2	Definições (art. 2º) .....	233
3.3	Entidades que podem ser registradas.....	234
3.3.1	Plataformas de investimento participativo (art. 3º, proposta de novo inciso) .....	234
3.4	Requisitos para registro .....	235
3.4.1	Exceções para instituições financeiras (art. 5º, atual art. 4º).....	235
3.5	Cancelamento do registro .....	236



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

3.5.1	Critérios estabelecidos pela entidade credenciadora (art. 8º, atual art. 9º).....	236
3.6	Suspensão do intermediário por atuação em oferta ilegal ou fraudulenta (art. 10, atual art. 9º, inciso IV) .....	236
3.7	Suspensão da oferta pública (art. 11, atual art. 10).....	237
3.8	Prestação de informações (art. 12, atual art. 11) .....	238
3.9	Formulário cadastral (arts. 10, § 1º) .....	239
3.10	Deveres do intermediário (art. 14, atual art. 13).....	240
3.11	Conflitos de interesse (art. 17, II, atual art. 16, II) .....	241
3.12	Informações confidenciais (arts. 18, I e III, e 20, atuais arts 17, I e III e 19) .....	241
3.13	Atuação do diretor responsável (art. 19, atual art. 18) .....	242
3.14	Segregação de atividades (art. 20, atual art. 19) .....	242
3.15	Suspensão de novas ofertas públicas (art. 24, § 2º) .....	243
3.16	Formulário de referência (Anexo A, atual Anexo B) .....	244
3.16.1	Resiliência financeira (item 3.1.1, atual 2.1.1).....	244
<b>4</b>	<b>Comentários à Minuta C .....</b>	<b>245</b>
4.1	Alterações à Instrução CVM nº 480, de 2009 (atual Resolução CVM nº 80, de 2022) ....	245
4.2	Sugestões adicionais para incorporação na Minuta C .....	247
<b>5</b>	<b>Tópicos destacados no Edital .....</b>	<b>248</b>
5.1	Blackout period e flash numbers .....	248
5.2	Diligências realizadas pelos intermediários .....	250
5.3	SPACs .....	253
<b>6</b>	<b>Outros tópicos .....</b>	<b>256</b>
6.1	Emissores de pequeno e médio porte .....	256
6.2	Rito sumaríssimo de recurso ao Colegiado .....	258
6.3	Público-alvo da oferta e público-alvo do fundo.....	259
6.4	Incorporação do relatório do auditor aos documentos da oferta.....	259



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 1 Participantes

Participaram da Audiência Pública: (i) Associação Brasileira de Crédito Digital (“ABCD”); (ii) Associação Brasileira de Criptoconomia (“ABCripto”); (iii) Associação Brasileira de Instituições de Pagamento (“ABIPAG”); (iv) Associação Brasileira das Companhias (“ABRASCA”); (v) Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (“ABVCAP”); (vi) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”); (vii) Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (“ANCORD”); (viii) Andre Bacci; (ix) Associação Nacional dos Participantes em Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios Multicedentes e Multissacados (“ANFIDC”); (x) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”); (xi) Banco BTG Pactual S.A. (“BTG”); (xii) Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (“BNDES”); (xiii) Carlos Roberto de Paula Junior; (xiv) Cascione Pulino Boulos Advogados (“Cascione Pulino Boulos”); (xv) Cepeda Advogados (“Cepeda”); (xvi) Associação CFA do Brasil (CFA Society of Brazil) (“CFASB”); (xvii) Chediak Advogados (“Chediak”); (xviii) Associação Brasileira de Crowdfunding de Investimento, em manifestação conjunta com a Associação Brasileira de Fintechs (“Crowdinvest” e “ABFintechs”); (xix) Duarte Garcia Serra Netto e Terra Advogados (“Duarte Garcia”); (xx) Fernando Luiz Romano; (xxi) Freitas Leite Advogados (“Freitas Leite”); (xxii) Grupo GCB Participações S.A. (“GCB”); (xxiii) Instituto do Auditores Independentes do Brasil (“IBRACON”); (xxiv) Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (“IBRI”); (xxv) JGP Gestão de Crédito Ltda. (“JGP”); (xxvi) Koga Advogados (“Koga Advogados”); (xxvii) Laboratório de Inovação Financeira (“LAB”); (xxviii) Mattos Filho (“Mattos Filho”); (xxix) Mercado Bitcoin Serviços Digitais Ltda (“Mercado Bitcoin”); (xxx) Renan Alberto Ulrich; (xxxi) Riza Gestora de Recursos Ltda. (“Riza Asset Management”); (xxxii) Sandro Reis; (xxxiii) Stocche Forbes Advogados (“Stocche Forbes”); (xxxiv) Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada Ltda. (“Uqbar”); (xxxv) Vert Companhia Securitizadora (“Vert”); (xxxvi) Vidigal Neto Sociedade de Advogados (“Vidigal Neto”); e (xxxvii) White Box Consultoria e Investimentos, em manifestação conjunta com Vieira Rezende Advogados (“White Box e Vieira Rezende”).

### 2 Comentários à Minuta A

#### 2.1 Âmbito, definições e finalidades

##### 2.1.1 Âmbito (art. 1º)

O art. 1º da Minuta estabelece o âmbito de aplicação da norma e suas finalidades. O dispositivo não trata de questões ligadas à territorialidade da oferta, porém seu parágrafo único prevê a



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

aplicação, ressalvadas situações específicas, a “toda e qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários e de títulos e instrumentos financeiros cuja regulamentação da distribuição pública seja atribuída por lei à CVM”.

Considerando que outros dispositivos da Minuta contêm menções a ofertas no exterior, Mattos Filho sugere evidenciar no art. 1º que a norma regula ofertas no Brasil. ABRASCA entende que a Minuta não deixa claro que a incidência da norma está restrita à distribuição de valores mobiliários no Brasil ou de valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados brasileiros.

Como qualquer norma editada pela CVM, a regra tem por pressuposto a observância dos limites de competência da CVM, que são definidos em lei, em particular na Lei nº 6.385, de 1976, cujo art. 9º, § 6º, trata de questões ligadas à territorialidade da atuação da Autarquia.

Adicionalmente, o art. 4º da norma reafirma os limites de abrangência definidos no art. 1º, parágrafo único, e ainda prevê expressamente a necessidade de registro para toda oferta pública de distribuição cujos destinatários sejam investidores residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil.

A CVM entende que o tópico já está tratado com a clareza necessária e, portanto, manteve a redação original proposta na Minuta A.

ANBIMA propõe alteração dos trechos do art. 1º que se referem, como categorias distintas e cumulativas, a valores mobiliários e títulos e instrumentos financeiros. Isso porque, caso títulos ou outros instrumentos financeiros sejam ofertados publicamente, eles serão também considerados valores mobiliários, conforme o art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976.

A CVM considera que os trechos citados pelo participante previnem dúvidas quanto à aplicabilidade da regra a títulos e instrumentos financeiros excluídos do regime da Lei nº 6.385, de 1976, nos termos de seu art. 2º, § 1º, II, mas que ainda assim têm sua distribuição pública regulada pela CVM, por força de legislação específica. Portanto, a sugestão não foi acatada.

### 2.1.2 Definições (art. 2º)

#### 2.1.2.1 Lote adicional e suplementar

Considerando a relevância do tema e as referências feitas ao longo do normativo, ANCORD sugere que sejam incluídas no art. 2º as definições de lote adicional e lote suplementar.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Os conceitos de lote adicional e lote suplementar possuem relação estreita com os parâmetros em que ambos são admitidos nas ofertas, notadamente no que diz respeito aos limites percentuais em relação à oferta base. Diante disso, foi feita a opção de tratar das definições de lote adicional e suplementar na seção específica em que estão previstas as normas que os regem. Portanto, a sugestão não foi aceita.

### 2.1.2.2 Coordenadores da oferta (art. 2º, II, atual III)

Mattos Filho sugere que o conceito de “coordenador(es) da oferta” seja alterado de forma que administradores de carteiras de valores mobiliários possam realizar a distribuição de cotas emitidas por fundos por eles administrados ou geridos, ainda que não sejam (i) entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou tampouco (ii) registrados como intermediários de ofertas públicas, conforme proposto por esta CVM nos termos da Minuta B.

Em linha com sugestão apresentada da Audiência Pública SDM nº 8/20, o participante propõe ainda que seja prevista em ambas as definições a possibilidade de que os administradores de carteira efetuem distribuição de cotas de fundos de investimento na modalidade “por conta e ordem”.

Inicialmente, vale registrar que a versão final da regra passou por uma revisão em relação ao uso dos conceitos de coordenador, coordenador líder e as demais instituições integrantes do consórcio de distribuição. A intenção não foi alterar substancialmente os papéis que tais agentes costumam desempenhar atualmente, mas sim promover maior consistência em seu uso ao longo das normas que resultam das Minutas A e B.

Assim, o coordenador passa a ser a instituição que figura no contrato de distribuição nessa qualidade e que obtém seu registro na forma da regulamentação específica, ou seja, da regra que resulta da Minuta B. Desse modo, as regras ora editadas passam a se referir ao registro de coordenador, e não mais ao registro de intermediário de ofertas públicas.

O coordenador líder, por seu turno, é definido como aquele que atua em nome do ofertante na qualidade de líder na condução da oferta pública e para quem a CVM deve direcionar comunicações referentes à oferta pública.

Feitos esses esclarecimentos iniciais e retornando mais especificamente aos comentários recebidos, a regra que resulta da Minuta B contém disposição específica que esclarece que a norma não





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

alcança os administradores de carteira que distribuam as cotas dos fundos por eles administrados ou geridos (art. 1º, parágrafo único, inciso IV, alínea “b”). A inclusão de tais participantes no conceito de coordenadores não se mostra adequada, tendo em vista que a intenção da CVM não foi equipará-los aos intermediários de ofertas públicas, mas apenas permitir que pudessem acessar a sua base de cotistas para emissões próprias, diminuindo, assim, o custo associado a emissões que tivessem esse público-alvo.

No que tange à possibilidade de distribuição de cotas de fundos de investimento por conta e ordem, destaca-se que o tema não se encontra no escopo dessa Audiência Pública, por ser tratado em regulamentação específica diversa. Contudo, cabe mencionar que a ampliação da atuação dos administradores de carteiras nessa direção tampouco se coaduna com os objetivos que levaram a CVM a conceder a permissão para que pudessem realizar a distribuição de cotas de seus próprios fundos, conforme mencionado no parágrafo anterior.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

Duarte Garcia sugere deixar claro que o conceito de coordenador da oferta abarca também as instituições que aderirem ao contrato de distribuição por meio de termos de adesão ou carta convite.

A definição de coordenador da oferta não inclui as instituições que aderem ao contrato de distribuição por meio de termos de adesão ou carta convite. A CVM entende que as instituições que se enquadram nessa situação não desempenham efetivamente o papel que a norma atribui aos coordenadores e, portanto, não devem se sujeitar ao mesmo regime de responsabilidade.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.1.2.3 Documento de aceitação da oferta (art. 2º, III, atual IV)

ANBIMA sugere um ajuste no dispositivo que trata do documento de aceitação da oferta, pois tal aceitação pelo investidor nem sempre ocorre por meio de documento formal. Assim, seria mais apropriado mencionar “ato” e não “documento” de aceitação da oferta.

O mesmo participante defende ainda que, para o caso de investidores profissionais, o ato de aceitação da oferta seja materializado no ato de liquidação da oferta, pois seria nesse momento que efetivamente se vinculam à oferta, ao contrário dos investidores em geral, para os quais essa vinculação se dá com a assinatura do pedido de reserva.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A CVM considera que a definição é necessária e descreve adequadamente a formalização da aceitação da oferta pelo investidor, tendo sido feitos apenas ajustes pontuais sem impacto relevante sobre o conteúdo originalmente proposto. Em relação aos investidores profissionais, vale notar que, nos termos do art. 9º, I, e § 3º, o documento de aceitação da oferta não é exigido para tais investidores – ainda que a oferta não seja a eles exclusivamente destinada –, logo não é necessário nenhum ajuste na definição para alcançar o efeito desejado pelo participante.

Assim, a sugestão não foi acatada, porém vale registrar que foi inserido o § 3º ao art. 9º a partir da preocupação trazida pelo participante, de forma a reforçar a desnecessidade do uso de documento de aceitação da oferta por investidores profissionais.

### 2.1.2.4 Documentos da oferta (art. 2º, IV, atual V)

Mattos Filho propõe a supressão do aviso ao mercado e do anúncio de início de distribuição entre os documentos que integram lista exemplificativa de documentos da oferta.

O participante aponta que, com a inclusão da lâmina como um dos documentos obrigatórios em determinadas hipóteses, quando o aviso ao mercado e o anúncio de início são divulgados já há a divulgação do prospecto preliminar e do prospecto definitivo, respectivamente. Nesse sentido, o mercado já estaria sendo informado sobre o estágio da oferta.

O mesmo participante sugere ainda que, para fins de esclarecimento, sejam excetuados da definição de “documentos da oferta” os materiais e documentos que tratam dos prestadores de serviços essenciais de fundos de investimento e de fundos constituídos sob a forma de condomínio aberto.

Os avisos e anúncios são documentos de elaboração simples e que constituem marcos formais de início dos períodos de oferta a mercado e período de distribuição, trazendo maior clareza sobre o estágio em que a oferta se encontra. Por este motivo, considera-se importante mantê-los.

Os documentos com informações sobre prestadores de serviços dos fundos cujas cotas forem objeto de oferta pública regulada nos termos da Resolução, quando utilizados para o fornecimento de informações relativas à oferta a potenciais investidores, devem ser considerados documentos da oferta. Fora desse contexto, tais documentos não serão considerados documentos da oferta; entretanto, a própria definição já permite essa conclusão e a tentativa de enumerar documentos específicos utilizados



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

por alguns participantes de mercado em particular levaria a uma redação menos sucinta e ainda assim incompleta.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Cascione Pulino Boulos sugere aprimorar a redação da norma para deixar claro que a lista de documentos abarcados na definição é taxativa. No mesmo sentido, ANBIMA sugere que o termo definido “documentos da oferta” seja específico e taxativo, evitando dúvidas de interpretação e conferindo maior segurança aos participantes do mercado no processo de estruturação da oferta.

A lista não deve ser taxativa para poder abarcar qualquer novo documento que seja utilizado para o fornecimento de informações relativas ao emissor ou à oferta a potenciais investidores. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

B3 sugere a inclusão do "documento de aceitação da oferta" na lista de documentos explicitados neste item, de forma a dar maior destaque a este novo instrumento.

O documento de aceitação não é destinado ao fornecimento de informações relativas ao emissor ou à oferta a potenciais investidores, mas de compromisso do investidor, e por isso sua menção expressa ao lado dos demais exemplos de documentos não foi considerada pertinente. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.1.2.5 Emissor em fase pré-operacional (art. 2º, VI, atual VII)

A definição da Minuta A de emissor em fase pré-operacional contempla o emissor que não tenha apresentado receita proveniente de suas operações em demonstração financeira anual ou em demonstração financeira anual consolidada.

Em função das reorganizações societárias que ocorrem em algumas ofertas, imediatamente antes da sua realização, Mattos Filho propõe que sejam aceitas demonstrações financeiras especialmente elaboradas para fins de registro independente do prazo de apuração.

O participante sugere ainda excepcionar da definição de emissores pré-operacionais: (i) os fundos de investimento e (ii) emissores que, mesmo sendo pré-operacionais antes da realização da oferta



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

pública, realizem, sob condição suspensiva e concomitantemente com tal oferta, uma reorganização societária envolvendo sociedade operacional.

ABVCAP sugere a redefinição do conceito de emissor em fase pré-operacional, pois a caracterização proposta, bem como as restrições dela decorrentes, não estariam alinhadas às decisões do Colegiado que repetidas vezes reconheceram de modo expresso que, caso as controladas do emissor na data da oferta inicial cumpram com o requisito de serem operacionais (i.e.: ter receita operacional no último exercício, conforme demonstrações financeiras combinadas), o emissor será considerado operacional.

Isto impediria, por exemplo, a caracterização de um emissor como pré-operacional meramente por ser uma sociedade **holding** constituída no exercício em que se pretende realizar a oferta pública inicial, mas que controlará (e, portanto, consolidará contabilmente após a oferta) as atividades de outras sociedades operacionais.

Considerando a sua manifestação sobre o tópico, que será tratada adiante neste relatório, B3 sugere incluir a **special purpose acquisition company** (“SPAC”) na definição de emissor pré-operacional.

A Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022, foi alterada em linha com várias das sugestões recebidas.

Neste sentido, refletindo decisões recentes do Colegiado da Autarquia, passam a ser considerados emissores em fase operacional aqueles que tenham apresentado receita proveniente de suas operações em demonstração financeira auditada, podendo essa demonstração ser individual, consolidada ou combinada, anual ou elaborada para fins de registro, mas não uma informação financeira **pro forma**. Espera-se que esses ajustes sejam suficientes para acomodar casos similares aos mencionados pelos participantes envolvendo reestruturações e combinações de negócio com sociedades já operacionais e condicionadas à concessão de registro de emissor e de realização de oferta pública.

A regra de ofertas incorpora o mesmo conceito por meio de remissão à Resolução CVM nº 80, de 2022. Ademais, ao prever que não apenas o conceito de emissor em fase pré-operacional advém dessa Resolução, mas que só é aplicável aos emissores que a ela estejam sujeitos, a norma não apenas afasta sua incidência dos fundos de investimento, como havia sido sugerido, mas também das companhias securitizadoras.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em relação às SPAC, trata-se de um emissor em fase pré-operacional com algumas particularidades adicionais apontadas na definição do próprio termo “SPAC”. Não foi considerado necessário ajustar a própria definição de emissor em fase pré-operacional para acomodar as SPACs.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acatadas.

### 2.1.2.6 Emissor frequente de valores mobiliários de renda fixa (art. 2º, VII, atual VIII)

Para facilitar a compreensão do conceito de emissor frequente de valores mobiliários de renda fixa (EFRF), Stocche Forbes sugere incluir no art. 2º, VII, referência direta ao artigo 34-A da Minuta C. ANBIMA e ABRASCA apresentam propostas substancialmente idênticas.

Andre Bacci propõe que a norma contemple apenas uma definição de emissor frequente – o “emissor frequente de valores mobiliários” –, pois a definição proposta de EFRF se estende para emissores de ações e de valores mobiliários que não sejam representativos de participação no capital.

A CVM concorda com a colocação dos participantes Stocche Forbes, ANBIMA e ABRASCA, tendo alterado a redação do dispositivo para fazer referência à regra que trata do registro de emissor.

Com isso, a sugestão de André Bacci perde seu objeto. De todo modo, vale esclarecer que os emissores de ações com grande exposição ao mercado (EGEM) só estão inseridos no conceito de EFRF, fazendo jus ao tratamento diferenciado a ele associado, quando estiverem emitindo títulos de dívida.

### 2.1.2.7 Encerramento da oferta (art. 2º, VIII, atual IX)

Vidigal Neto e B3 lembram que a oferta pode ter distribuição parcial e propõem ajustes de redação para incluir esta hipótese nos marcos do encerramento da oferta.

No mesmo sentido, ANBIMA menciona a possibilidade de distribuição parcial e sugere que o “encerramento da oferta” tenha como definição a divulgação do anúncio de encerramento da oferta, em linha com o conceito já adotado pelo mercado.

A CVM concorda com as sugestões para que seja considerada a distribuição parcial na definição e alterou a redação do inciso.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.1.2.8 Instituição líder (art. 2º, IX, atual II)

A Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021, permite que administradores de carteiras de valores mobiliários constituídos como pessoas jurídicas realizem a distribuição das cotas de fundos de investimento de que sejam administradores ou gestores, observadas determinadas condições.

Sobre o tema, Riza Asset Management ressalta ainda passagens do Ofício-Circular nº 1/2021-CVM/SRE (“Ofício Circular SRE nº 1, de 2021”), enfatizando que a permissão em questão alcança a participação em **pool** de instituições para ofertas voltadas ao público em geral, desde que o administrador figure como contratado e não como instituição líder.

Na visão do participante, (i) o administrador ou gestor é a instituição melhor posicionada para cumprir as obrigações atinentes à instituição líder, por apresentar proximidade do produto e ser o maior entendedor das características dos fundos de investimento em oferta; e (ii) a estrutura na qual o administrador seja a instituição líder da oferta pública das cotas dos fundos de investimento poderá acarretar efetiva redução de custos com a oferta, sendo o benefício diretamente apurado pelos cotistas. Por isso, propõe que a definição de instituição líder contemple expressamente os administradores e gestores.

Mattos Filho apresenta sugestão com o mesmo objetivo de permitir que administradores de carteiras de valores mobiliários atuem como instituições líderes, ainda que (i) não sejam entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e (ii) não sejam registrados como intermediários de ofertas públicas, conforme proposto pela CVM nos termos da Minuta B do Edital. A sugestão também está relacionada à possibilidade de tais agentes efetuarem distribuição na modalidade “por conta e ordem”, já tratada anteriormente.

Por seu turno, B3 sugere ajuste de redação com objetivo de acomodar a possibilidade de atuação, como coordenador líder, de outras instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários que não somente as instituições financeiras, tais como as consultorias financeiras.

Em resposta a Riza e Mattos Filho, a CVM esclarece que, conforme mencionado anteriormente, a Minuta B não alcança os administradores de carteira de valores mobiliários atuando na distribuição das cotas de fundos de que sejam administradores ou gestores (art. 1º, parágrafo único, inciso IV, alínea “b”). Caso optem por se registrar como coordenadores de ofertas públicas, nos termos da Minuta B, tais agentes já estarão abrangidos pelo conceito.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Ademais, como já observado anteriormente, a intenção da CVM ao flexibilizar a atuação desses agentes como intermediários de ofertas públicas não foi equipará-los de modo irrestrito aos demais intermediários, mas apenas permitir que pudessem acessar a sua base de cotistas para emissões próprias, diminuindo, assim, o custo associado a emissões que tivessem esse público-alvo.

A CVM concorda com a essência da proposta de B3, pois permite lidar com hipóteses de coordenadores líderes que não sejam instituições financeiras, em linha com a proposta da Minuta B, sendo oportuno esclarecer, no entanto, que continua vedada a possibilidade de atuação por parte de tais instituições sem o registro de coordenador de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. De todo modo, considerando a já mencionada revisão mais ampla dos termos coordenador e coordenador líder, a sugestão específica do participante não se materializou na definição contida no art. 2º, II, da versão final da regra resultante da Minuta A.

### 2.1.2.9 Investidor institucional (art. 2º, X)

Cascione Pulino Boulos sugere a exclusão do novo conceito de “investidor institucional”, que, em sua visão, poderá gerar dúvidas na aplicação prática da norma e custos de adaptação (inclusive devido a necessidade de se investigar se os investidores não residentes atendem a qualificação exigida pela norma). Assim, propõe a substituição do termo “investidores institucionais” por “investidores profissionais”, em todas as suas ocorrências na Minuta A. Mattos Filho externa posição similar.

BTG, na mesma linha, sugere a exclusão do conceito de investidor institucional, porque tal definição ainda não existe no arcabouço regulatório e, nas situações em que será utilizada, os investidores profissionais não institucionais representam hoje parcela importante – tanto na nas consultas, quanto no **bookbuilding** – e por vezes adquirem a maior parte do volume de uma oferta.

Também na mesma direção, com objetivo de diminuir a quantidade de termos definidos adotada pela resolução e facilitar a compreensão da regra, ANBIMA sugere a exclusão do termo “investidor institucional”, de forma a não se criar mais um “tipo” de investidor, em adição aos três tipos de investidores já definidos na regulamentação em vigor (“profissionais”, “qualificados” e “público investidor em geral”).

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na norma, tendo o termo “investidor institucional” sido substituído por “investidor profissional” ao longo do texto da norma, além de ter sido excluída a definição que constava do art. 2º, X, da Minuta A.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Adicionalmente, a definição de “investidor profissional” constante da Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021, foi pontualmente ajustada, conforme comentado a seguir, de modo a se aproximar do conjunto de investidores originalmente designado como “institucionais”.

A definição de investidor institucional é formada por um rol de investidores com características específicas, que abrange clubes de investimento e fundos patrimoniais, dentre outros.

B3 sugere a retirada dos clubes de investimento do rol de investidores institucionais, pois, apesar de se tratar de investidor profissional para fins de **suitability**, nos termos da Resolução CVM nº 30, de 2021, na prática, tais investidores costumam ser classificados como investidores de varejo nas ofertas.

Mattos Filho propõe um ajuste com propósito de esclarecer que os fundos patrimoniais possam ser representados por seus gestores de recursos ou membros de seu comitê de investimento.

ANBIMA, BTG e Cascione Pulino Boulos sugerem aprimorar a atual definição de “investidores profissionais” prevista na Resolução CVM nº 30, de 2021, para inclusão dos fundos patrimoniais. A inclusão desse tipo de investidor no rol de investidores institucionais seria uma das poucas diferenças entre os conceitos de investidores institucionais e profissionais; uma vez harmonizados, restaria mais clara a desnecessidade do primeiro.

As sugestões de adaptações do conceito de “investidores institucionais” ficaram prejudicadas, com a eliminação desse conceito da regra. Em relação ao ajuste sugerido na definição de “investidores profissionais” para abranger fundos patrimoniais, a proposta foi aceita e resultou em alteração da Resolução CVM nº 30, de 2011.

Em relação ao enquadramento de investidores não residentes como investidores institucionais, a Minuta A prevê que tais investidores não residentes podem ser considerados institucionais se tiverem qualificação análoga a alguma das categorias admitidas para que os investidores residentes no Brasil sejam considerados institucionais.

Mattos Filho observa que os países estrangeiros têm normas próprias sobre os investidores que podem participar de ofertas não sujeitas a registro nesses países. Desse modo, sugere que a norma brasileira considere institucionais todos os investidores não residentes, sem a especificação adicional de qualificação análoga, cujo ônus de verificação recairia sobre os intermediários e seria excessivo.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A sugestão restou prejudicada com a eliminação da norma do conceito de investidor institucional.

### 2.1.2.10 Investidor profissional (art. 2º, XI, atual X)

ABVCAP propõe que (i) o enquadramento nos segmentos de investidores qualificados e profissionais considere autoeligibilidade, e não mera mensuração de capacidade financeira; e (ii) passem a ser considerados novos perfis para investimento, como recentemente ocorrido nos Estados Unidos da América, de modo que veículos de **venture capital**, **private equity** e ofertas públicas iniciais possam ser mais facilmente acessadas pelo chamado “varejo institucionalizado”.

Alterações desse tipo na Resolução CVM nº 30, de 2011, ou seja, que não são meros desdobramentos dos temas relacionados às regras de ofertas públicas, ultrapassam o escopo desta Audiência Pública.

A Agenda Regulatória da CVM para o ano de 2022 tem como um dos temas previstos a revisão de produtos destinados para o público em geral, assim como a revisão do conceito de investidor qualificado; a consulta pública que vier a tratar desses temas será uma oportunidade mais propícia à análise de sugestões de modificação da Resolução CVM nº 30, de 2011.

### 2.1.2.11 Material publicitário (art. 2º, XIII, atual XII)

Mattos Filho sugere modificar a definição de material publicitário para esclarecer que dela estão excluídos materiais de divulgação dos prestadores de serviços essenciais de fundos de investimento que não sejam relacionados aos fundos ou às respectivas ofertas públicas. Para fins de clareza, sugere ainda prever que materiais publicitários não incluem os documentos da oferta.

Documentos da oferta e material publicitário representam definições distintas da norma, tratadas em incisos próprios, logo não se entende necessário reafirmar que esses conceitos não se confundem.

Quanto a “materiais de divulgação” de prestadores de serviços essenciais de fundos de investimento, como essa expressão em particular não é objeto da norma, seu enquadramento nas definições apresentadas depende do conteúdo de tal material em cada caso concreto. De todo modo, se



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

esse material não estiver relacionado ao fundo ou à oferta, não será um documento da oferta; e, ainda que venha a ser considerado material publicitário, seu uso não é vedado na norma.

Nesse sentido, a preocupação levantada pelo participante não envolve primordialmente a definição de material publicitário, mas as circunstâncias em que esse material pode ser utilizado. A esse respeito, a questão é objeto do art. 11, § 2º, III, segundo o qual, mesmo no período em que a publicidade sobre a oferta e ao emissor é vedada, a promoção publicitária de produtos e serviços ofertados pelos prestadores de serviços essenciais é permitida. Naturalmente, fora desse período tampouco incide qualquer restrição.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Com o objetivo de evitar que a definição ampla de material publicitário enseje a caracterização indevida de operações como ofertas públicas, ANCORD sugere que seja incorporada à definição a presença de informações sobre datas, valores e riscos da operação.

Além disso, sugere que a redação da definição de material publicitário preveja explicitamente que não constituem materiais publicitários as formas de comunicação utilizadas em transações previstas no art. 8º (“ofertas não sujeitas à norma”) e nem relatórios de análise de valores mobiliários. A mesma sugestão foi apresentada por ANBIMA.

Quanto à sugestão de inclusão de dados mínimos, tais como datas, valores e riscos, para caracterização de material publicitário, a CVM entende que um documento poderia ser suscetível de promover o interesse do público investidor na subscrição ou aquisição de valores mobiliários – e, portanto, justificar a incidência da regulação –, sem necessariamente conter tais dados.

No que tange à referência ao art. 8º da norma, vale observar que o rol de operações não sujeitas à regulamentação previsto em tal dispositivo foi construído a partir de hipóteses de interação limitada com investidores, incompatíveis com o uso de material de ampla disseminação com estratégia comercial dirigida ao público em geral. Assim, o uso de material com essas características – ou seja, material publicitário conforme definido pela regra – deve efetivamente fazer com que a oferta não possa valer-se do disposto no art. 8º.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.1.2.12 Oferta a mercado (art. 2º, XIV, atual XIII)

A Minuta A define oferta a mercado como o período em que podem ser realizados esforços de venda, inclusive sendo admitidas reservas ou ordens de subscrição ou aquisição, e que se inicia com a divulgação do aviso ao mercado.

Duarte Garcia sugere um ajuste para esclarecer que o exercício do direito de preferência se insere no período de oferta a mercado.

Andre Bacci sugere alterar o termo “oferta a mercado” para oferta aberta, período de distribuição, período de oferta ou período de captação. Com isso, o termo para a “oferta a mercado” passaria a poder ser usado para designar a oferta em que a captação ocorre pela venda direta de ativos por meio de mercado aberto, seja no mercado secundário, seja via mercado de opções, em linha com a terminologia internacional, que emprega nessas situações a expressão “**at-the-market-offering**”.

ABIPAG entende que as definições de “oferta a mercado” e “período de distribuição” estão sobrepostas e podem causar incompreensão em relação ao alcance de cada expressão. Considerando que os arts. 56 e 58 da Minuta A já contemplam a definição de cada termo, o participante sugere a exclusão das expressões da seção de termos definidos da Minuta A.

O exercício do direito de preferência é um ato de subscrição ou aquisição dos valores mobiliários e, assim, somente ocorre após o registro da oferta.

O termo “oferta a mercado” foi mantido com a aceção indicada na Minuta A, por já ser amplamente utilizado pelo mercado. Sua incorporação à Resolução tem por objetivo determinar de forma mais objetiva e precisa o período em que se inicia o recebimento de reservas.

Quanto à alegada sobreposição entre “oferta a mercado” e “período de distribuição”, vale esclarecer que os marcos temporais a que eles se referem podem estar cronologicamente sobrepostos, mas os eventos são conceitualmente distintos; logo, são necessárias definições próprias e apartadas. De todo modo, em benefício da clareza da norma, optou-se por ajustar pontualmente a redação para deixar claro que o período da oferta a mercado se inicia com a divulgação do aviso ao mercado, se houver, abrangendo também o período de distribuição.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Por fim, vale destacar que os dispositivos referenciados na manifestação de ABIPAG contêm detalhes sobre tópicos relacionados a esses termos, mas não tornam desnecessárias as definições contidas no art. 2º.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.1.2.13 Ofertantes (art. 2º, XV, atual XIV)

Mattos Filho comenta que os administradores fiduciários e gestores de recursos não são, no caso de oferta primária de distribuição de cotas e fundos de investimentos, os ofertantes das cotas. Nesse sentido, o ofertante seria o próprio fundo e não um de seus prestadores de serviço essenciais. O mesmo ponto é levantado por Cepeda.

ANBIMA sugeriu a inclusão do gestor de fundos de investimento na definição de “ofertantes”, para abranger os dois prestadores de serviços essenciais ao funcionamento dos fundos de investimento perante o mercado brasileiro, uma vez que ambos deveriam estar obrigados a observar a regulamentação relativa aos ofertantes de cotas de fundos de investimento.

A sugestão apresentada por ANBIMA foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra. Consequentemente, ficam prejudicadas as sugestões de Mattos Filho e Cepeda.

### 2.1.2.14 Período de distribuição (art. 2º, XVI, atual XV)

A Minuta A propôs uma definição de período de distribuição, incluindo seus marcos de início (obtenção do registro e divulgação do anúncio de início da oferta) e de fim (encerramento da oferta, conforme também definido na norma).

Duarte Garcia sugere uma alteração para deixar claro que a divulgação do prospecto pode ser exigida para início da oferta, de modo a compatibilizar a redação desse inciso com o disposto no art. 2º, XX, e no art. 58.

B3 observa que a expressão anúncio de início “da oferta” não é definida e tampouco empregada em outro dispositivo da norma, razão pela qual sugere que se use o termo anúncio de início “de distribuição”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

As exigências a respeito do prospecto são estabelecidas ao longo da norma, inclusive no art. 58, e por isso não é necessário que constem da definição dos termos do art. 2º.

A sugestão apresentada por B3 foi acolhida e refletida na versão final da regra.

### 2.1.2.15 Pessoas vinculadas (art. 2º, XVII, atual XVI)

A Minuta A define as pessoas vinculadas, de modo a abranger, dentre outros, as pessoas consideradas vinculadas segundo a regulamentação que dispõe sobre normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados.

Vidigal Neto entende que esse trecho, por ser abrangente e fazer referência a regulamentação que não necessariamente é aplicável à oferta (por exemplo, na hipótese de uma oferta que não seja liquidada por meio de mercado regulamentado), poder gerar confusão na interpretação do conceito de “pessoas vinculadas”.

Mattos Filho propõe excluir do conceito de pessoa vinculada os gestores de recursos de fundos de investimento quando realizando o investimento em fundos de investimento para fins de atendimento de requisitos regulatórios específicos, aportando recursos para alinhamento de interesses (“**skin in the game**”)<sup>3</sup>.

A CVM considera que o conceito de pessoas vinculadas adotado na norma sobre operações realizadas em mercados regulamentados também é adequado para a presente norma, dadas as semelhanças entre as situações tratadas. A referência àquela norma evita que o conceito tenha de ser reescrito e previne eventuais descasamentos em caso de modificação normativa no futuro.

Em relação à proposta apresentada por Mattos Filho, de fato, os casos citados justificam a concessão de tratamento diferenciado, porém foi dado tratamento à questão nos dispositivos que impõem restrições às pessoas vinculadas.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

<sup>3</sup> Como exemplo, o participante cita as Resoluções CMN nº 3.992, de 2010, 4.444, de 2015, e 4.661, de 2018, e suas implicações referentes a Regimes Próprios de Previdência Social, Entidades Fechadas de Previdência Complementar, Entidades Abertas de Previdência Complementar, Seguradoras e Resseguradoras.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.1.2.16 Bookbuilding (art. 2º, XVIII, atual XVII)

A Minuta A define **bookbuilding** como o apreamento do valor mobiliário realizado por procedimento conforme disposto no art. 60, § 2º.

A fim de compatibilizar com a definição utilizada pelo mercado, Mattos Filho sugere ajuste na redação do dispositivo, que assim passaria a se referir ao “procedimento de coleta de intenções de investimento para precificação do valor mobiliário a ser realizado pelos coordenadores da oferta, conforme disposto no art. 60, § 2º”.

Por força de questões ligadas a dificuldades de participação em ofertas públicas e, ainda, às possibilidades de afastamento das restrições aplicáveis a pessoas vinculadas em caso de excesso de demanda, JGP sugere definições alternativas para “**bookbuilding**” e “parcela prioritária”.

Assim, segundo o participante, **bookbuilding** seria definido como “processo de definição de preço da oferta a partir da coleta irrestrita de ordens de investimentos recebidas por investidores que integrem o público-alvo definido para a oferta”; já a parcela prioritária seria definida como “volume da oferta informado como alocação a partes relacionadas previamente especificado na documentação disponível aos investidores”.

B3 sugere que a CVM não vede a eventual participação do investidor de varejo na precificação, apesar de reconhecer que, atualmente, na dinâmica clássica de **bookbuilding**, esse público não atua como formador de preço. O participante entende relevante deixar o caminho aberto para novas formas de precificação futuras, que podem incluir esse tipo de investidor.

A proposta de Mattos Filho foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

As propostas da JGP e B3 não foram acolhidas por contemplar a participação do público em geral na precificação da oferta, o que demanda atributos que não são característicos desse público.

Na avaliação da CVM, apenas em casos específicos de certos títulos de dívida e de securitização, nos quais a definição do preço e a alocação na oferta costumam se dar de modo mais objetivo, a participação de investidores qualificados no processo de precificação deve ser autorizada. Nesse sentido, foi incluído parágrafo no art. 61 para contemplar tal exceção.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.1.2.17 Prospecto (art. 2º, XIX, atual XVIII)

No dispositivo sobre definições, o termo prospecto é associado somente a “prospectos preliminar e definitivo, ou somente o prospecto definitivo, na hipótese de oferta que não contenha previsão de utilização de prospecto preliminar”.

Já no art. 16 da Minuta A, inserido na seção própria sobre o prospecto, prevê-se que ele é o “documento elaborado pelo ofertante em conjunto com os coordenadores da distribuição e [que] deve conter a informação necessária, suficiente, verdadeira, precisa, consistente e atual, apresentada de maneira clara e objetiva em linguagem direta e acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”.

B3 propõe incorporar na definição de prospecto o texto correspondente ao art. 16 acima referido, o qual poderia então ser suprimido.

O art. 2º busca facilitar a compreensão dos termos-chave da norma e, para tanto, é importante o esclarecimento de que o prospecto pode abranger o prospecto preliminar e o definitivo. Já o art. 16 contém mais do que uma mera definição, abarcando também questões relevantes sobre como o conteúdo do documento deve ser elaborado e, por isso, é importante que fique na seção própria reservada a esse documento.

Assim, a sugestão não foi acolhida.

### 2.1.2.18 Prospecto definitivo (art. 2º, XX, atual XIX)

A definição de prospecto definitivo traz menção às informações que o documento deve conter e, entre elas, inclui a “quantidade de valores mobiliários objeto da oferta, inclusive aqueles constantes do lote adicional, assim como o eventual exercício da opção de distribuição do lote suplementar”.

ANCORD cita que é importante notar que o lote adicional pode não ser exercido, e nas ofertas de ações, a opção de lote suplementar pode ser exercida até o último dia do período de estabilização, o que ocorre após a divulgação do prospecto definitivo. Desta forma, sugere ajustar a redação do dispositivo de forma a assegurar que tais situações sejam contempladas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Inicialmente, vale destacar que, com objetivo de separar as definições dos comandos da norma que se baseiam em tais definições, as alíneas do inciso XIX foram deslocadas para o art. 20 da versão final da regra.

Especificamente em relação à quantidade de valores objeto da oferta, não se considerou necessário mencioná-la no contexto de diferenciação entre o prospecto preliminar e o definitivo, uma vez que, ao contrário do número de registro da oferta e do preço ou taxa definitivos, a indicação da quantidade deve estar indicada em ambos os prospectos. Consequentemente, a sugestão do participante ficou prejudicada.

De todo modo, é oportuno ressaltar que o prospecto definitivo deve conter a quantidade total de valores mobiliários da oferta, incluindo o lote adicional e o que possa ser exercido do lote suplementar.

### 2.1.2.19 Público investidor em geral (art. 2º, XXII, atual XXI)

B3 sugere simplificações na redação relacionada à definição de público investidor em geral, fazendo menção a quaisquer pessoas e eliminando o trecho em que a redação se refere aos investidores não qualificados, além de incluir nessa definição os investidores não residentes.

A CVM considera que a proposta da B3 aprimora a definição e resolveu acatá-la parcialmente. Especificamente em relação a investidores não residentes, em vez de incluí-los na definição, como sugerido, optou-se por eliminar o trecho que limitava a definição a investidores residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, o que gera efeito similar ao proposto pelo participante e suprime da definição um trecho que não é relevante para os fins do dispositivo.

Com o intuito de alinhar a redação do inciso com o atual do art. 3º da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, ANBIMA propõe a inclusão de ressalva para excluir aqueles investidores que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.

O trecho da Instrução CVM nº 400, de 2003, aludido na manifestação, historicamente deu ensejo a dúvidas que se relacionam com a própria caracterização de uma oferta como pública, o que levou a CVM a externar seu posicionamento ao analisar diversos casos concretos.

Considerando que a norma já conta com outros balizadores para a caracterização de uma oferta como pública, e tendo em vista ainda que as decisões da CVM sobre casos concretos em que o





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

tema foi enfrentado contém nuances que não seriam facilmente incorporadas à norma sem prejuízo de sua compreensibilidade, optou-se por não promover o ajuste sugerido.

### 2.1.2.20 Propostas de novas definições (art. 2º, novos incisos)

Stocche Forbes sugere definir o termo “funcionários”, usado nos artigos 7º, 49 e 60.

Mattos Filho sugere a inclusão de diversas definições adicionais à norma, sendo a primeira a de “dia útil”, a ser introduzida apenas para fins de maior clareza.

A segunda seria a de “administradores” e, a fim de prevenir interpretações equivocadas quanto às referências aos administradores de companhias abertas e aos administradores fiduciários de fundos de investimento, sugere ainda que seja inserido o conceito de “administrador fiduciário”.

A terceira definição adicional sugerida pelo participante Mattos Filho é a de “gestor de recursos”, para maior clareza e compreensão acerca de referências aos prestadores de serviços essenciais de fundos de investimento.

Por fim, o participante propõe a inclusão da definição de fundos de investimento abertos, com vistas à previsão de tratamento excepcional a tais fundos, nos termos do art. 8º, tendo em vista que eles terão seu regime de oferta pública disciplinado por regra específica, conforme previsto pela minuta de resolução CVM objeto da Audiência Pública SDM nº 8/20.

Duarte Garcia sugere que seja incluído o conceito de “direito de preferência”, aplicável às ofertas de fundos de investimento.

A CVM considera importante definir neste artigo os termos usados exclusivamente em ofertas públicas, termos ainda não definidos em outras normas ou ainda que tenham nesta norma um sentido diferente do usualmente empregado ou definido em outras normas.

“Funcionários” tem o sentido usual associado ao termo, abrangendo pessoas envolvidas em relação profissional, independentemente de vínculo empregatício. “Dia útil”, além de ser termo de uso corrente, é definido na Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999. De modo similar, administradores de companhia são aqueles assim qualificados na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Administradores fiduciários, gestores de recursos e fundos de investimento aberto têm seu sentido indicado nas regras



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

editadas pela CVM que regem tais atividades. Por fim, o termo “direito de preferência” é de uso corrente no direito civil e societário, sendo empregado na norma nesta mesma acepção.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

Vale registrar, no entanto, que a CVM incorporou definições de (i) “SPAC”, conforme razões discutidas em tópico próprio neste relatório e (ii) “vendas a descoberto”, diante da consolidação do conteúdo da Instrução CVM nº 530, de 2012.

Mattos Filho entende que, com o intuito de trazer maior clareza e segurança ao mercado, bem como melhor compreensão do termo “fundo patrimonial” na regra, a Resolução deveria trazer sua definição e natureza, isto é, um **endowment** regulado pela Lei nº 13.800, de 4 de janeiro de 2019.

Como de praxe nas regras da Autarquia, buscou-se evitar a menção ao número de leis específicas, para evitar que a regra se torne desatualizada em função de eventual revogação da norma objeto da remissão. Como o termo “fundo patrimonial” é também empregado na Lei indicada pelo participante, a CVM considerou que não há necessidade de defini-lo na Resolução.

LAB sugere a inclusão dos conceitos de “oferta híbrida (**blended finance**)” e “capital concessional”, por acreditar que trará os benefícios resumidos a seguir: (i) evitará o uso do termo **blended finance** por quem não tenha seus elementos próprios, como capital concessional ou filantrópico para investimento em projetos e operações que promovam desenvolvimento econômico, social e ambiental sustentáveis; e (ii) disseminará o conhecimento desse tipo de oferta entre os participantes de mercado e a cultura de investimento para impacto, que prioriza o impacto social sobre o retorno financeiro.

As definições sugeridas buscam viabilizar ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários voltadas ao desenvolvimento econômico, social ou ambiental sustentável e realizadas em condições inferiores às que prevalecem no mercado, no tocante a remuneração, risco e prazo, por exemplo.

A despeito da meritória intenção de desenvolver mecanismos para o financiamento de atividades com externalidades positivas para a sociedade, o modelo sugerido pelo participante assume em relação à CVM um papel que não lhe compete de validação quanto à efetiva persecução dos objetivos declarados e quanto ao mérito da oportunidade de investimento oferecida, uma vez que seria necessário



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que a Autarquia se posicionasse, ao menos de modo implícito, sobre se o valor mobiliário oferece risco e retorno compatíveis com outras opções disponíveis no mercado.

Desse modo, dado que o arranjo proposto não pode ser adotado, a incorporação à norma de termos e expressões a ele exclusivamente relacionados resta igualmente prejudicada.

LAB propõe acrescentar o conceito de “autoridade local reconhecida”, da forma como consta na norma da CVM que rege os fundos de investimento, por entender que seria importante no contexto de viabilização de ofertas públicas digitais com emissores estrangeiros, em tecnologia de livro de registro distribuído, as quais o participante também aborda em sua manifestação, propondo que se sujeitem a registro automático.

A definição sugerida tem por objetivo instituir um regime diferenciado para ofertas de valores mobiliários com base em regras de outros reguladores ou no uso de uma tecnologia específica.

Em relação ao primeiro ponto, o exercício do mandato legal da Autarquia não é compatível com a possibilidade de ofertas públicas serem realizadas no País com observância exclusiva de normas estrangeiras, por diversas razões, inclusive a inviabilidade prática e jurídica de aplicação de tais normas.

Quanto ao segundo aspecto, a norma busca manter-se neutra em relação a tecnologias específicas adotadas pelos participantes do mercado, na medida em que não comprometam o cumprimento das finalidades pelas quais a CVM deva zelar.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.1.2.21 Documentos em formato digital (art. 2º, novos parágrafos)

LAB propõe a inclusão de dois parágrafos ao art. 2º para assegurar que os documentos constantes na regulação de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários possam ser constituídos e assinados em forma eletrônica, contribuindo para digitalização e, portanto, eficiência dos processos a eles relacionados.

Em relação a documentos dirigidos à CVM, o tema é regido pelo Decreto Federal nº 10.543, de 13 de novembro de 2020, e informações pertinentes podem também ser encontradas na Carta de Serviços constante do site da CVM. Quanto aos outros documentos usados na oferta, a norma não impõe



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

qualquer restrição ao uso das formas de assinatura admitidas na legislação civil. Por esse motivo, os acréscimos sugeridos não foram considerados necessários.

## 2.2 Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários

### 2.2.1 Caracterização da oferta pública (art. 3º)

O art. 3º da Minuta A prevê que configura oferta pública o ato de comunicação oriundo do ofertante ou de pessoas agindo em seu nome, em nome do emissor ou em nome de instituições intermediárias, por qualquer meio ou forma, cujo conteúdo ou contexto envolva a tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários.

Vidigal Neto propõe acrescentar o trecho “ou disseminação de informações” após a menção a “ato de comunicação”, considerando o texto do § 3º do mesmo artigo, que combina essas duas expressões ao indicar a existência de princípios, permissões e vedações previstos na norma.

A observação foi considerada pertinente e a versão final da norma foi adaptada para promover a harmonização entre o **caput** do art. 3º e seu § 3º. Contudo, optou-se por suprimir o trecho “ou disseminação de informações” do § 3º, em vez de acrescentá-lo ao **caput**. Essa opção veio em linha com o objetivo de trazer uma delimitação mais precisa à caracterização da oferta pública, em atenção a comentários de diversos participantes, conforme relatados ao longo deste item do relatório.

Mattos Filho propõe definir o que seria uma oferta pública de modo a restringir os atos e comunicações que poderiam ser enquadrados como tal. Segundo o participante, a linguagem ampla pode permitir a leitura de que qualquer publicidade institucional de prestadores de serviço no âmbito do mercado de capitais, indicando, por exemplo, as vantagens de se poupar e realizar investimentos, despertaria, de alguma forma, o interesse em investir, configurando uma oferta pública.

Cascione Pulino Boulos traz ponderação similar ao argumentar que a “tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores” tornaria necessária perquirição da intenção do ofertante, que é de caráter subjetivo e não verificável na ausência de elementos concretos que denotem tal intenção. Sobre a mesma tentativa de despertar interesse ou prospectar investidores, ANBIMA considera desnecessária a menção a “despertar interesse” no dispositivo, sendo suficiente a menção à prospecção



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

de investidores, uma vez que, caso não exista a intenção de efetivamente prospectar investidores para determinada oferta, não haverá de fato a realização de oferta pública.

A definição de oferta pública estabelece uma associação entre, de um lado, (i) as comunicações efetuadas e que podem vir a caracterizar uma oferta pública, e, de outro lado, (ii) o ofertante e determinado valor mobiliário ofertado. Assim, comunicações que genericamente abordem “as vantagens de poupar ou fazer investimentos” não se enquadram na definição contida na norma.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

Diversos participantes consideram importante manter o conceito atualmente previsto na Instrução CVM nº 400, de 2003, de excluir da caracterização de oferta pública os atos de comunicação que se destinem especificamente a grupos que tenham relacionamento contínuo e preexistente com o emissor.

Posicionam-se nesse sentido ANBIMA, Mattos Filho, GCB, Koga Advogados, Cepeda e Cascione Pulino Boulos, os quais, ainda que com diferentes sugestões de redação, pleiteiam que a busca por sujeitos “indeterminados” figure como requisito para caracterização de uma oferta pública. ANBIMA sugere ainda alteração da redação para deixar claro que a captação contemplará tão somente ofertas públicas que sejam realizadas em mercado de balcão ou bolsa, e não qualquer investimento.

A busca por investidores indeterminados é condição suficiente, mas não necessária, na caracterização de uma oferta como pública. Neste sentido, a depender de outros fatores, uma oferta pode ser considerada pública mesmo que dirigida a um conjunto de investidores determinados – por exemplo, nos casos em que um elevado número de investidores é objeto do esforço de venda e a relação entre esses investidores é tênue ou circunstancial, decorrente apenas do fato de formarem a base de clientes de um mesmo intermediário.

Ademais, conforme já mencionado, a tentativa de enumerar espécies de relacionamento prévio entre o ofertante e os investidores, a fim de estabelecer que se trata de um público determinado e com isso afastar a caracterização de oferta pública, dá margem a mais dúvidas do que é capaz de sanar. Afinal, nem toda relação prévia comercial, creditícia, trabalhista ou de qualquer outra natureza é bastante para afastar, isoladamente e em qualquer caso, o caráter público de determinada oferta. Uma oferta não deixa de ser pública apenas por limitar o tipo de investidor que dela pode participar, como, inclusive, a



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

CVM já se posicionou sobre a matéria em diversas decisões, que continuam sendo balizadores importantes para a compreensão da questão.

Por conta desses fatores, as sugestões não foram acolhidas, mas as preocupações externadas pelos participantes levaram a uma modificação do art. 3º, **caput**, com objetivo de delimitar mais precisamente seu escopo de uma oferta pública ao prever que o ato de comunicação capaz de configurá-la é aquele disseminado por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários. As modificações no inciso II e a inclusão do inciso V no referido dispositivo também tiveram este propósito ao enfatizar atos de comunicação padronizada e massificada.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

Também sobre os “atos de comunicação”, Chediak nota que essa expressão se afasta do art. 19, § 1º, da Lei nº 6.385, de 1976, e do art. 3º da Instrução CVM nº 400, de 2003, os quais versam sobre a “venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários”.

Assim, na visão do participante, a definição estaria muito aberta e genérica, correndo conseqüentemente o risco de estender o escopo de atuação e competência da CVM, ameaçando a autonomia do particular e gerando insegurança jurídica com relação à sua abrangência. O participante acrescenta que um conceito de oferta pública muito amplo pode limitar a evolução natural do mercado à medida em que agentes privados tornam-se receosos de que mesmo ofertas de baixo potencial de dano ao mercado estejam sujeitas ao registro na visão do regulador. Diante disso, considera importante manter inalterado o atual conceito de oferta pública.

O intuito da CVM neste artigo é detalhar o que se deve entender da leitura da expressão “oferta a venda ou subscrição” existente na lei. Desse modo, entende-se estar diante de um esclarecimento quanto ao alcance do texto legal, e não de sua ampliação por ato infralegal.

Assim, a sugestão não foi acolhida.

ANCORD sugere ajustes na redação do artigo que caracteriza a operação de oferta de distribuição pública, de forma a explicitar a exclusão das operações privadas, das operações do mercado financeiro e outras que são rotineiras em instituições financeiras, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, como, por exemplo, a captação de recursos em fundos de investimento abertos, a



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

intermediação no mercado secundário ou a venda de títulos bancários ou de valores mobiliários mantidos em carteira própria.

Em relação a ofertas privadas, elas estão, por definição, fora do conceito de ofertas públicas, com as quais contrastam.

Quanto a cotas de fundos abertos, as ofertas desses valores mobiliários estão sujeitas a regramento próprio.

No que diz respeito à negociação em mercado secundário e às demais situações trazidas pelo participante, a definição do **caput** do art. 3º já não abarca o desempenho ordinário de tais atividades; contudo, a presença de uma ressalva expressa na norma poderia sinalizar, incorretamente, que quaisquer esforços de venda de valores mobiliários no contexto dessas atividades, mesmo quando claramente inseridos na definição proposta, jamais caracterizariam uma oferta pública.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

ABIPAG acredita haver sobreposição de conceitos no tocante à definição de consulta de viabilidade ou interesse (“**pilot fishing**”) e de oferta pública, pois, no bojo desta última, está abarcada a “tentativa de despertar o interesse” do investidor. Para o participante, a supressão desse trecho, com a manutenção apenas da menção à prospecção de investidores seria suficiente para abarcar toda a extensão de uma oferta pública de valores mobiliários e evitaria qualquer confusão de conceitos com a consulta de viabilidade ou interesse.

De forma similar, ABRASCA acredita que a redação proposta para o art. 3º, ao usar um conceito indeterminado de oferta pública, que busca englobar a tentativa de despertar interesse ou prospectar investidores, gera insegurança jurídica aos emissores quanto à consulta sigilosa a potenciais investidores institucionais e outras atividades semelhantes. Conseqüentemente, essa definição poderia aumentar o risco de um emissor ter a oferta caracterizada como uma oferta pública sem que essa seja a intenção.

A norma é clara ao definir os requisitos que uma consulta de viabilidade a investidores deve atender para receber o tratamento regulatório diferenciado, assim como também é clara em estabelecer que uma consulta que preencha tais requisitos não configura e não se confunde com a própria oferta.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Assim, não foi identificada margem para insegurança jurídica que justifique modificação na redação proposta.

Portanto, as propostas não foram acolhidas.

### 2.2.1.1 Exemplos de caracterização de oferta pública (art. 3º, § 1º)

#### 2.2.1.1.1 Documento de aceitação (art. 3º, § 1º, I)

A Minuta A contém uma lista de exemplos de situações que caracterizam uma oferta como pública e, dentre eles, no art. 3º, § 1º, I, está a utilização de documento de aceitação da oferta.

Alegando que em ofertas privadas também pode haver documento de aceitação da oferta, contendo por exemplo cláusulas e garantias específicas de um investidor estratégico, Cepeda sugere a exclusão do art. 3º, § 1º, I.

A mesma sugestão foi formulada por ANCORD, que observa ainda que o documento de aceitação da oferta não é um termo definido na norma e, tomado em seu caráter amplo, pode abranger documentos que não são típicos de ofertas públicas, tais quais os termos de adesão e ciência de risco de fundos de investimento abertos ou qualquer recibo ou confirmação de investimento em produtos financeiros.

ANBIMA sugere substituir a “utilização de documento de aceitação da oferta” por “existência de ato de aceitação da oferta”, em linha com o ajuste anterior proposto pelo participante no artigo que trata de definições e que está relacionado com o fato de que a aceitação da oferta pelo investidor nem sempre ocorre por meio de documento formal.

A CVM concorda que a simples utilização de um documento de aceitação de uma oferta não a caracteriza como pública. Assim, o inciso I foi eliminado da versão final da regra.

#### 2.2.1.1.2 Material publicitário (art. 3º, § 1º, II, atual I)

Outro exemplo de situação que caracteriza uma oferta como pública, nos termos da Minuta A, é a utilização de material publicitário.

ANCORD sugere que o termo “utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral” seja substituído por “utilização de documentos da oferta dirigidos ao público investidor em





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

geral”. A mudança estaria consistente com sua proposta, já retratada anteriormente neste relatório, de redefinir, de forma mais limitada, o que se deve compreender por material publicitário.

A sugestão fica prejudicada em razão da rejeição de sugestão anterior à qual está associada. De todo modo, é válido observar que a utilização de material publicitário muitas vezes é o primeiro indício de que uma oferta pública pode estar sendo realizada de modo irregular, inclusive por representar a materialização documental do esforço de venda.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.2.1.1.3 Consulta sobre a viabilidade da oferta (art. 3º, § 1º, IV, atual III)

Outro evento indicado na Minuta A como capaz de caracterizar uma oferta como pública é a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento, ressalvada a hipótese de consulta sigilosa a potenciais investidores institucionais, nos termos expressamente delimitados no art. 6º.

ANCORD sugere eliminar o art. 3º, § 1º, IV, uma vez que o art. 6º já trata do tema de forma adequada e uma consulta de viabilidade (“**pilot fishing**”), além de ter alcance restrito, somente resultará em oferta pública no caso de respostas satisfatórias à consulta, não devendo, a consulta em si, ser caracterizada como um ato de oferta pública. ANBIMA traz sugestão essencialmente idêntica.

Por seu turno, ABRASCA sugere novo parágrafo ao final do art. 3º, afastando expressamente as atividades de consulta sigilosa previstas no art. 6º da caracterização de uma oferta como pública.

A consulta a investidores em geral é, efetivamente, um ato caracterizador de uma oferta pública. O comando do art. 3º, § 1º, III, busca retratar essa realidade. A previsão do art. 6º dispõe sobre uma consulta efetuada em bases mais restritas e que, por isso, justifica o tratamento de exceção à regra geral do citado art. 3º, § 1º, III. Desse modo, há uma necessária complementariedade entre os dispositivos e ambos devem permanecer na norma.

Considerando, ainda, que o dispositivo já contém a ressalva expressa à consulta feita nos termos do art. 6º, não foi considerado necessário o acréscimo de parágrafo ao art. 3º que viria a cumprir o mesmo propósito.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.2.1.1.4 Negociação em estabelecimento aberto ao público (art. 3º, § 1º, V, atual IV)

O art. 3º, § 1º, V, da Minuta A, trata da caracterização de oferta pública por força de negociação feita em loja, escritório, estabelecimento aberto ao público, página na rede mundial de computadores, rede social ou aplicativo, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados.

Cepeda propõe a complementação do dispositivo para nele constar a ausência de medida de restrição pelo patrocinador da página na rede mundial de computadores com objetivo de impedir que o público em geral tenha acesso ao seu conteúdo.

ANBIMA sugere a substituição do termo “negociação” por “oferta” no inciso V, por considerar que existe a possibilidade de realização de negociação fora do âmbito de uma oferta pública.

A redação adotada já prevê que os esforços de venda sejam direcionados a investidores indeterminados, logo já pressupõe a inexistência de restrições de acesso. Vale observar, no entanto, que a mera menção de restrição de acesso ou da oferta em uma página, rede social ou aplicativo aos quais o público em geral tenha acesso não descaracterizará, necessariamente, uma oferta como pública.

Quanto ao termo “negociação”, trata-se da mesma expressão utilizada no art. 19, § 3º, II, da Lei nº 6.385, de 1976, na qual a regulamentação se baseia.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.2.1.2 Caráter público da oferta registrada (art. 3º, § 2º)

A Minuta A prevê no art. 3º, § 2º, que é pública a oferta que venha a obter registro junto à CVM.

Koga Advogados sugere ajustar a definição oferta pública para incluir as dispensas de registro.

O dispositivo em questão não visa fornecer uma definição ou caracterização genérica de oferta pública, e sim esclarecer que as ofertas para as quais seja pleiteado registro junto à CVM serão tratadas como públicas, a despeito de haver elementos que pudessem sugerir se tratar de oferta privada.

Portanto, a sugestão não foi aceita.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.2.2 Necessidade de registro (art. 4º)

O art. 4º da Minuta A contém o comando de necessidade de registro de todas as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários cujos destinatários sejam residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil.

Koga Advogados sugere ajustar a redação desse dispositivo, de modo que passe a prever que as ofertas públicas devem ser registradas ou dispensadas de registro pela CVM.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.2.3 Necessidade de instituição intermediária e fundos de investimento (art. 5º)

O art. 5º da Minuta A estabelece a necessidade de as distribuições públicas de valores mobiliários serem efetuadas por instituições intermediárias, ressalvadas hipóteses previstas em legislação específica.

Sobre esse dispositivo, Cepeda entende que não teria sido a intenção da CVM restringir a hipótese de atuação do administrador ou do gestor de carteiras de valores mobiliários na distribuição do próprio fundo, mesmo que em alguns casos não seja caracterizado como instituição intermediária, uma vez que possui autorização em regra específica.

ABCD entende ser importante esclarecer que os esforços de divulgação da oferta possam ser feitos não só pelo intermediário e pelo ofertante, mas também pelos prestadores de serviço de fundos de investimento, com a coordenação do intermediário contratado para a oferta e sugere a alteração do art. 5º neste sentido.

A atuação autorizada de administradores e gestores na distribuição de cotas de fundos já é restrita aos fundos que eles administram ou gerem e não é intenção da CVM alterar tal restrição. Adicionalmente, essa possibilidade está prevista em regulamentação específica à qual a norma de ofertas faz referência expressa.

Diante disso, não se considerou necessário promover alteração no conteúdo do art. 5º da regra de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários em função dos comentários recebidos.

Todavia, o dispositivo foi modificado por conta da já mencionada revisão do uso dos termos “coordenador” e “instituição intermediária” ao longo da norma. O objetivo foi deixar claro que toda a



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

oferta pública objeto de regulamentação pela Resolução deve contar com pelo menos um coordenador – registrado na forma da Minuta B – e que as demais instituições intermediárias que formem o consórcio de distribuição, embora não precisem de tal registro, devem estar habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

### 2.2.4 Consulta sigilosa (art. 6º)

#### 2.2.4.1 Investidores passíveis de serem consultados (art. 6º, caput)

O art. 6º da Minuta A admite a consulta sigilosa a potenciais investidores institucionais para apurar a viabilidade ou o interesse em eventual oferta pública de distribuição.

A atual Instrução CVM nº 400, de 2003, também prevê a consulta a potenciais investidores, sem especificar que sejam investidores profissionais, mas limitando o número de investidores consultados a 50. Já a atual Instrução CVM nº 476, de 2009, não trata diretamente de consulta sobre viabilidade da oferta, porém admite que sejam acessados até 75 investidores profissionais, devendo os valores mobiliários ser subscritos ou adquiridos por no máximo 50 investidores.

ABVCAP comenta que a regulamentação atualmente permite o **pilot fishing** e o procedimento de **bookbuilding** em ofertas registradas perante a CVM entre quaisquer investidores brasileiros que sejam considerados qualificados, além de certos investidores estrangeiros, em conformidade com a regulamentação aplicável nas demais jurisdições em que se realize a oferta internacional.

No entanto, na visão do participante, a Minuta A estaria alterando esse modelo ao restringir a participação na formação do preço da oferta somente ao grupo de investidores qualificados<sup>4</sup>. Além de ir de encontro às iniciativas de democratização e maior acesso do mercado de capitais brasileiro a todos os investidores, isso também impactaria o funcionamento de uma das etapas mais cruciais de uma oferta inicial, que já funciona de maneira adequada e incontroversa no formato hoje permitido. Tal movimento poderia ter consequências adversas e não intencionais à viabilidade e à formação de preço de ofertas públicas.

Embora o comentário do participante envolva preponderantemente o processo de formação de preço, diversas outras manifestações em sentido similar foram recebidas sobre esse tópico e são

<sup>4</sup> O participante efetivamente menciona “investidores qualificados”, embora aparentemente sua intenção tenha sido referir-se a “investidores institucionais”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

abordadas em seção própria deste relatório, razão pela qual as observações a seguir envolvem apenas a consulta sigilosa sobre a viabilidade da oferta.

A esse respeito, um elemento essencial da consulta é a limitação do número de investidores consultados ao mínimo possível, de modo a preservar o sigilo, o que conseqüentemente induz a que os investidores acessados sejam aqueles com maior capacidade financeira e, portanto, maior potencial de sinalizar a viabilidade da oferta. Além disso, investidores profissionais tendem a ter maior familiaridade com as regras do mercado de capitais, inclusive no que tange à manutenção do sigilo. Por tais motivos, a consulta foi prevista para ser realizada apenas junto a investidores profissionais.

De todo modo, vale frisar que a regra proposta não é mais restritiva que a previsão atual da Instrução CVM nº 400, de 2003, uma vez que não há restrição absoluta do número de investidores passíveis de serem consultados.

### 2.2.4.2 Consulta sigilosa por prestadores de serviço de fundos de investimento

ABCD entende que seria benéfico que eventual consulta sigilosa sobre viabilidade ou interesse em oferta pública pudesse também ser realizada pelos prestadores de serviço de fundos de investimento.

Tendo em vista que o administrador e o gestor do fundo são ofertantes, nos termos do art. 2º, XIV, “c”, os prestadores de serviço essenciais de fundos podem efetuar consulta sigilosa, como é possível inferir a partir da leitura combinada deste dispositivo com o art. 6º, § 1º, I.

### 2.2.4.3 Omissão de informações (art. 6º, § 2º, II)

A Minuta A contém disposição que busca impedir, no âmbito da consulta, a omissão de informações relevantes ou a veiculação de informações falsas ou capazes de induzir investidores a erro.

Diversos participantes manifestam-se pela exclusão desse dispositivo, argumentando que informações relevantes sobre o emissor são verificadas ao longo da diligência legal e auditoria contábil, a qual pode nem ter se iniciado ou estar em estágio preliminar, de forma que as partes podem vir a tomar conhecimento sobre novas informações relevantes apenas após a realização de consultas com potenciais investidores.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Essa posição é defendida por Mattos Filho, Cascione Pulino Boulos, BTG, ANBIMA e ABRASCA, tendo esta última ressaltado ainda dúvidas e preocupações com a divisão de responsabilidades entre emissores e instituições intermediárias no que tocante às informações disponibilizadas.

Os comentários foram considerados procedentes, tendo em vista que no momento da consulta algumas informações podem ser ainda desconhecidas ou não terem sido verificadas, tendo sido o dispositivo excluído. Adicionalmente, os riscos de omissão de informações nesse estágio são mitigados pela ausência de vinculação dos investidores.

De todo modo, é oportuno registrar que, em se materializando o cenário indicado por diversos participantes, de uso de informações que ainda não tenham sido objeto de diligência ou auditoria, tal circunstância deve ser deixada clara aos potenciais investidores envolvidos na consulta.

Como contrapartida da sugestão de exclusão do dispositivo, Mattos Filho propõe incluir parágrafo evidenciando a necessidade de entregar um prospecto para os investidores acessados na consulta prévia de viabilidade de oferta. Em sentido similar, ABRASCA sugere criar obrigação de que o emissor e as instituições financeiras coordenadoras se acautelem para que os investidores consultados recebam os documentos oficiais e os alertem que sua decisão de investimento deva ser tomada exclusivamente com base em tais documentos oficiais.

Considerando que a consulta é realizada com o intuito de decidir sobre a realização da oferta ou sobre as condições em que ela ocorrerá, não parece razoável exigir que nesse estágio o prospecto e outros documentos da oferta já tenham sido elaborados. Como observado acima, deve ser informado ao destinatário da consulta sigilosa que os dados fornecidos podem não estar completos nem terem sido objeto de diligências ou auditoria, conforme o caso, e que as decisões de investimento devem ser tomadas exclusivamente com base nos documentos da oferta, a partir do momento de sua disponibilização pública.

Por fim, dada a menção específica ao prospecto, no contexto de consulta de viabilidade que a norma só permite que seja feita a investidores profissionais, é oportuno lembrar que as ofertas exclusivas para investidores profissionais não têm, como regra, obrigatoriedade de produção de prospecto.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.2.4.4 Sigilo da consulta (art. 6º, § 3º)

O art. 6º, § 3º, da Minuta A estabelece o dever daqueles que realizam a consulta em se acautelar com seus interlocutores de que a intenção de realização da oferta seja mantida em sigilo. O marco temporal final desse sigilo é o início do período de oferta a mercado, o qual, nos termos do art. 2º, se inicia com a divulgação de aviso ao mercado.

Vidigal Neto sugere incluir novo marco temporal para o fim do sigilo, em atenção à hipótese em que não haja divulgação de aviso ao mercado. Para esses casos, seria utilizado como marco temporal o início do período de distribuição.

ABRASCA também sugere novo marco para fim do sigilo: o primeiro protocolo da oferta.

ANBIMA sugere que a restrição de sigilo seja aplicável até que a companhia torne pública sua intenção de fazer uma oferta (por meio de fato relevante), em vez do período de oferta a mercado, tendo em vista que, neste último caso, a informação sobre a realização da oferta já foi divulgada.

Além disso, o participante propõe substituir a expressão “se acautelar”, por considerá-la dúbia, permitindo a interpretação de que diligências deveriam ser realizadas para verificação do cumprimento do sigilo, o que seria oneroso e muitas vezes inviável.

A CVM concorda parcialmente com as manifestações e alterou a redação do dispositivo de forma similar à sugerida por Vidigal Neto, ou seja, adotando como marco para o fim do sigilo a divulgação do aviso ao mercado ou do anúncio de início de distribuição.

Em relação aos deveres do ofertante e do intermediário, é esperado que eles diligenciem anteriormente à consulta para que os investidores consultados se comprometam com a manutenção do sigilo sobre a oferta até que ela se torne pública. Foi promovido ajuste com objetivo de esclarecer esse ponto.

### 2.2.4.5 Manutenção de informações (art. 6º, § 4º)

O art. 6º, § 4º, da Minuta A trata de informações que devem ser mantidas à disposição da CVM por aqueles que efetuam consultas a potenciais investidores. Entre elas encontra-se a lista detalhada com dados sobre as pessoas consultadas, incluindo a data e a hora em que foram consultadas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Para a ANBIMA, a expressão “detalhada” traz uma subjetividade desnecessária, podendo levar a interpretações distintas pelos participantes do mercado. Como o que se deve garantir, na visão do participante, é a correta identificação das pessoas consultadas, o participante defende ajuste de redação para tornar a regra mais clara e centrada nesse objetivo.

A CVM concorda com a proposta e alterou a redação do parágrafo.

### 2.2.5 Tratamento equitativo (art. 7º)

O art. 7º da Minua A estabelece o dever de tratamento equitativo aos destinatários da oferta, fazendo a ressalva à permissão de prioridade àqueles que já sejam titulares de valores mobiliários objeto da oferta ou aos funcionários do emissor, sem prejuízo do disposto nos arts. 49 e 60.

ABCD sugere estender a possibilidade de concessão de prioridade aos prestadores de serviço de fundos de investimento e seus empregados quando a oferta for realizada por fundo de investimento, apenas para formalizar o que já é realizado no mercado, em especial para fundos de investimento imobiliário. ABIPAG concorda com a sugestão.

ANBIMA propõe alteração da redação do art. 7º para simplificá-lo e para evitar referências cruzadas desnecessárias, dado que a menção aos “funcionários do emissor” já está prevista nos artigos referenciados no dispositivo.

A proposta de ANBIMA foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra. Consequentemente, ficam prejudicadas as sugestões de ABCD e ABIPAG; de todo modo, é oportuno observar que o art. 49 já contempla a concessão de prioridade de forma similar à indicada nas sugestões destes participantes.

### 2.2.6 Cessão de direitos de prioridade (art. 7º)

Em linha com a prática já aplicada às transações ao longo de vários anos de interpretação da norma pela CVM, Mattos Filho sugere criar parágrafo no art. 7º para prever a possibilidade de cessão de direitos de uma maneira mais clara.

Duarte Garcia sugere que seja admitido, aos atuais titulares dos valores mobiliários e detentores de direitos de prioridade que venham a exercer tal direito, a possibilidade de não cobrança de parte ou da totalidade da comissão de distribuição.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A CVM esclarece que a possibilidade de cessão de direitos de prioridade deve continuar a ser objeto de interpretação em casos concretos; uma permissão abrangente de cessão para quaisquer terceiros pode desvirtuar o objetivo da própria prioridade, que se fundamenta em características subjetivas de determinados investidores.

Adicionalmente, a CVM não entende que a intervenção regulatória sobre a cobrança de comissões trará repartição mais eficiente e justa dos custos de distribuição, em comparação ao que se observa como resultado de práticas de mercado.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.2.7 Ofertas não sujeitas à regulamentação (“safe harbor”) (art. 8º)

#### 2.2.7.1 Comentários gerais

Freitas Leite comenta que o momento é oportuno para que se estabeleçam critérios mais claros para que uma oferta de cotas de fundos fechados (que não aquelas listadas nos incisos I e II do art. 8º) possa ser tida como “privada”, com atenção especial aos chamados “**club deals**”, nos quais participam poucos investidores profissionais não necessariamente relacionados entre si, sem a intenção de negociar suas cotas no curto prazo.

Tendo em vista o objetivo de flexibilizar as necessidades de registro e trazer maior previsibilidade às ofertas, ABRASCA entende que seria benéfica a criação de um novo **safe harbor** para o caso de ofertas com colocação privada (**private placements**). Nesse sentido, ressalta o paralelo com regras norte americanas sobre ofertas privadas, ofertas destinadas a **qualified institutional buyers** e ofertas para não residentes.

O art. 8º busca trazer maior segurança a ofertas específicas que possam provocar dúvidas entre participantes de mercado quanto à necessidade de observância da regulamentação editada. Sua pretensão não é abarcar todos os casos fora do escopo da regra, mesmo porque outros dispositivos já dão essa delimitação ao tratar do próprio conceito de oferta pública e das ofertas sujeitas à regulamentação da CVM.

Neste sentido, não foi considerado necessário abordar nesse dispositivo a possibilidade de ofertas privadas de cotas de fundos de investimento, que já é uma questão bem assimilada, ou reafirmar



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que uma oferta privada não se sujeita à regulamentação da CVM, por sequer se inserir em sua competência legal.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.2.7.2 Fundos fechados (art. 8º, I)

O art. 8º, I, da Minuta A trata das ofertas iniciais e subsequentes de cotas de fundos de investimento fechados exclusivos.

Cepeda considera que deve ser inserida previsão de fundos restritos, conforme definidos em regulamentação específica.

ANBIMA sugere alteração do dispositivo com o intuito de preservar a prática adotada atualmente no mercado no contexto de planejamentos sucessórios e comum a fundos de investimento fechados equiparados a exclusivos.

Os fundos restritos, nos termos da regulamentação específica sobre o tema, compreendem tipos variados de fundos e a restrição ora se dá pelo tipo de investidor ora pelo ativo investido. Não foi considerado adequado incluir todos esses fundos – alguns inclusive capazes de contar com número significativo de investidores não qualificados – na previsão do art. 8º, I.

Em relação à sugestão de ANBIMA, a definição de fundo exclusivo constante da minuta de resolução objeto da Audiência Pública SDM nº 8/20 já abarca, além de um único investidor profissional, o grupo de cotistas vinculado por interesse único e indissociável. Assim, não cabe adicionar outros fundos “equiparados” a exclusivos.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.2.7.3 Ofertas subsequentes de cotas (art. 8º, II)

O art. 8º, II, da Minuta A envolve a exceção aplicável a ofertas subsequentes de cotas de fundos de investimento fechados destinadas exclusivamente a cotistas do próprio fundo nos casos de fundos ou classes de cotas com menos de 100 cotistas e cujas cotas não estejam admitidas a negociação em mercado organizado.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Stocche Forbes e Vidigal Neto argumentam que a isenção deveria ser aplicável a cotistas de qualquer fundo fechado, pois estes já conheceriam os riscos a que estão submetidos. Duarte Garcia traz sugestão no mesmo sentido, argumentando que tal isenção já consta do item 2.3.1. do Ofício Circular SRE nº 1, de 2021. ANFIDC também traz sugestão similar.

Cepeda sugere excluir a menção ao limite máximo de cotistas, uma vez que, sendo destinada a cotistas do próprio fundo, não há esforço de captação de investidores indeterminados e os cotistas já conhecem o produto.

ANBIMA defende a segregação dos tipos de emissões subsequentes de cotas de fundos para indicar, de maneira mais clara, os tipos de emissão que estão enquadradas no “**safe harbor**”. Assim, (i) seria retirado o limite de 100 cotistas na emissão voltada aos próprios cotistas do fundo; e (ii) seria criado dispositivo à parte, aplicável a classes de cotas com menos de 100 cotistas e cujas cotas não estivessem admitidas a negociação em mercado organizado.

As ofertas enumeradas no art. 8º devem possuir características bem delimitadas para fazer jus ao afastamento da norma prevista nesse dispositivo. Nesse sentido, a quantidade de 100 investidores é um referencial importante e relacionado ao alcance da oferta, que se justifica mesmo em ofertas de cotas do fundo a seus próprios cotistas.

Frise-se que esse mesmo referencial já é utilizado em outras situações como indicativo da dispersão das cotas, podendo-se citar como exemplo o art. 20, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008. Além disso, dados reunidos com objetivo de examinar a adequação do patamar de 100 cotistas confirmam que ele permite acomodar a ampla maioria dos fundos de investimento fechados.

Vale ainda destacar que o item do Ofício Circular mencionado pelos participantes faz menção à decisão do Colegiado da CVM que admitiu a possibilidade de determinados fundos de investimento obterem o registro para negociação de suas cotas em mercados regulamentados (“registro de emissor”) após realizarem ofertas privadas. Entretanto, nem o Ofício Circular nem a decisão nele referida abordam a questão do esforço de venda das cotas a um determinado conjunto de cotistas para fins de caracterização da oferta como pública ou privada e, menos ainda, afirmam que a oferta, sendo pública, deveria receber tratamento excepcional e situar-se fora do campo de incidência das regras que regem as ofertas públicas. Por fim, em atenção especificamente à sugestão de criação de novo inciso feita por ANBIMA, é importante salientar que a mera limitação do número de cotistas e o fato de as cotas não



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

estarem, ainda, em negociação em mercados organizados, não retiram o caráter público de uma oferta destinada a investidores em geral.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

### 2.2.7.4 Plano de remuneração (art. 8º, III)

O art. 8º, III, da Minuta A envolve ofertas decorrentes de plano de remuneração destinado aos administradores e funcionários do emissor e de suas coligadas, controlada ou controladoras.

Mattos Filho propõe alinhar a redação do dispositivo à do art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976, que trata de outorga de opção de compra de ações a administradores, empregados e prestadores de serviço.

ABRASCA comenta ser favorável a estender a hipótese de isenção para planos de remuneração que também contemplem colaboradores externos e prestadores de serviço terceirizados, que são práticas bastante rotineiras das companhias. Da mesma forma, defende estender a dispensa a entidades sem fins lucrativas mantidas pelo emissor, pois, em diversas situações, empresas abertas são mantenedoras exclusivas de fundações corporativas e entidades sem fins lucrativos com administradores e empregados contratados e remunerados diretamente por tais entidades.

A CVM concorda com a proposta de aproximar a redação do dispositivo daquela empregada pela Lei nº 6.404, de 1976, e promoveu alterações nesse sentido. As mudanças também buscaram contemplar as contribuições de ABRASCA sobre o tópico, com as quais a CVM também está de acordo.

ANBIMA sugere ampliar as hipóteses previstas no art. 8º, III, para considerar também administradores ou gestores de fundos de investimento que tenham suas remunerações de performance pagas em cotas dos respectivos fundos.

O pagamento de remuneração por performance ao administrador do fundo sob a forma de cotas emitidas por tal fundo não é um ato sequer assemelhado a uma oferta de valores mobiliários que poderia estar alcançada pela regra, razão pela qual sua menção no art. 8º não se mostra pertinente.

Quanto à remuneração sob a forma de cotas de fundo de investimento paga a pessoas naturais que integram os quadros dos prestadores de serviços do fundo, ainda que uma primeira leitura



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

aponte similaridades com a oferta de ações a título de remuneração, coberta pelo art. 8º, III, algumas peculiaridades levaram à decisão de não equiparar esses dois cenários na norma.

Em primeiro lugar, enquanto a outorga de ações a pessoas naturais vinculadas ao emissor tende a envolver um contingente expressivo de pessoas, justificando receios quanto à caracterização de oferta pública, isto não ocorre com igual frequência em relação a pessoas naturais ligadas a prestadores de serviços essenciais de fundos de investimento. Em segundo lugar, tais pessoas naturais não possuem relação direta com o fundo, enquanto emissor, mas com a pessoa jurídica que presta serviços, de modo que a questão remuneratória se dá em relação autônoma, o que afasta ainda mais o receio de que essa prática possa ser interpretada como uma oferta pública de valores mobiliários.

O participante também sugere alterar a expressão “plano de remuneração” por “plano de incentivo de longo prazo” por conta da discussão sobre a caracterização ou não dos **stock option plans** como remuneração, evitando qualquer dúvida quanto à interpretação desse ponto.

A CVM considera que o termo “plano de remuneração” retrata mais adequadamente a essência da situação que o dispositivo busca alcançar, além de ter uma abrangência mais ampla e um sentido mais claramente definido do que a expressão “incentivo de longo prazo” sugerida pelo participante.

De todo modo, vale registrar que o uso do termo “remuneração” se restringe ao contexto do art. 152 da Lei nº 6.404, de 1976, sem o objetivo de induzir a qualquer interpretação a esse respeito no âmbito fiscal ou em qualquer esfera de atuação alheia à competência da Autarquia.

### 2.2.7.5 Lote único (art. 8º, IV)

O art. 8º, IV, da Minuta A diz respeito a ofertas de lote único e indivisível destinado a um único investidor profissional. Ao isentar ofertas com essas características da regulamentação, a Minuta A veda a negociação fracionada do lote em mercados regulamentados por 180 dias.

Com o intuito de não criar limitação para as ofertas de **block trade**, Mattos Filho sugere excluir a limitação de negociação fracionada no prazo de 180 dias. Ademais, sugere não restringir a previsão do art. 8º, IV, apenas a investidores profissionais, em linha com a previsão atualmente constante da Instrução CVM nº 400, de 2003, tendo a ABRASCA comentado nesse mesmo sentido, alegando que essas ofertas poderiam ter como destinatários outros tipos de investidores. ANBIMA também defende a ampliação,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

pois entende que devem ser observadas as características da oferta, não devendo importar se está atrelada a um tipo determinado de investidor.

Vidigal Neto comenta que regras sobre oferta e sobre a admissão em mercados regulamentados devem ser tratadas de modo independente, logo não deveria constar nesse dispositivo a restrição à negociação fracionada. Ademais, entende que a norma não precisaria estar restrita a investidores profissionais.

Stocche Forbes sugere que a isenção seja também válida para investidores qualificados e que seja incluído um prazo reduzido para negociação fracionada entre investidores qualificados de forma a fomentar o mercado de capitais e, principalmente, o mercado secundário de valores mobiliários.

ABRASCA sugere, ainda, limitar a reutilização da oferta de lote único e indivisível no prazo de 180 dias contado do encerramento da oferta.

O comentário de Vidigal Neto foi aceito e a restrição à negociação fracionada de valores mobiliários em períodos que se seguem à negociação de um lote único e indivisível, que busca preservar a coerência sistêmica da regra, foi desmembrada do dispositivo e passou a constar do novo § 4º acrescido ao art. 8º. Assim, torna-se mais clara a distinção entre a característica da oferta que se beneficia de tratamento excepcional e comando de vedação que se aplica ao investidor adquirente. Foi ainda ajustado o art. 90 para prever a necessidade de verificação de tal restrição pelos intermediários das negociações em mercados regulamentados.

Adicionalmente, aceitando o argumento trazido pelos participantes, e considerando os aspectos característicos deste tipo de oferta, a CVM considerou desnecessária e resolveu eliminar a limitação de destinação da oferta apenas a investidores profissionais.

Também foi acolhida a sugestão de ABRASCA de limitar a reutilização de ofertas de lote único e indivisível no mesmo prazo de 180 dias, já originalmente adotado como referencial para restrição a negociações fracionadas dos valores mobiliários ofertados. Para tanto, foi inserido o parágrafo § 3º ao art. 8º.

Desse modo, as propostas foram parcialmente acatadas.

CFASB sugere que a dispensa relacionada a ofertas de lote único e indivisível seja também estendida aos investidores vinculados por “interesse único e indissociável”. Isto estaria em linha com as



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

dispensas de registro de ofertas públicas já concedidas pela CVM, pois o conceito de “interesse único e indissociável” pressupõe o comando único de um controlador comum, conforme entendimento ratificado pelo Colegiado<sup>5</sup> e consistente com o inciso IV da Deliberação CVM nº 782, de 25 de outubro de 2017.

Adicionalmente, para o participante, o conceito de “interesse único e indissociável” deve abarcar: (a) as sociedades pertencentes a um mesmo grupo econômico; e (b) os fundos de investimento sob gestão da mesma gestora de recursos; o participante defende ainda que a norma autorize que tais entidades possam negociar valores mobiliários objeto da oferta de lote único e indivisível entre si, ainda que em prazo inferior a 180 dias.

A extensão da dispensa do art. 8º, IV, a investidores vinculados por interesse único e indissociável é também pleiteada por Vidigal Neto e por ABCD. Este último, assim como ABIPAG, comenta ainda sobre a necessidade de esclarecer a forma de contagem do prazo para negociação fracionada mencionada no art. 8º, IV, da Minuta A.

As referências feitas a decisões e normas da CVM não têm conexão direta com não sujeição a registro de ofertas de lote único e indivisível de valores mobiliários, não sendo, portanto, capazes de determinar o alcance a ser dado ao art. 8º, IV. Além disso, uma vez que foi flexibilizada a limitação quanto ao investidor destinatário da oferta – que não precisa mais ser um investidor profissional –, seria excessivo acrescentar a esse dispositivo uma definição mais abrangente com o potencial de resultar na divisão de um lote que se assume ser único e indivisível.

Em relação ao cômputo do prazo de 180 dias, a CVM promoveu ajustes na redação para aprimorar a definição de seu marco inicial.

Desse modo, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

### 2.2.7.6 Ofertas no exterior (art. 8º, VI)

O art. 8º, VI, envolve ofertas de valores mobiliários emitidos e admitidos à negociação em outras jurisdições e liquidados no exterior em moeda estrangeira. Na forma prevista na Minuta A, estas ofertas ficam isentas da regulamentação quando os valores mobiliários forem adquiridos por investidores

<sup>5</sup> Processo CVM nº RJ-2006-7974, de 22.11.2006.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

institucionais e não haja negociação de tais ativos em mercados regulamentados no Brasil após a aquisição no exterior.

White Box e Vieira Rezende consideram que o texto pode dar a entender que investidores de varejo não poderiam participar de ofertas realizadas no exterior. Para prevenir essa leitura, sugerem a exclusão do trecho “quando adquiridos por investidores institucionais brasileiros”. LAB traz sugestão idêntica.

Em consonância com sua proposta de exclusão da norma da definição de investidores institucionais, Mattos Filho sugere também alterar o dispositivo em questão de modo que, em vez de referir-se a “investidores institucionais brasileiros”, passe a referir-se a “investidores profissionais residentes no Brasil”.

Cepeda sugere excluir: (i) a expressão “admitidos à negociação”, tendo em vista que nem todos os ativos emitidos no exterior são admitidos à negociação; (ii) a qualificação “institucionais” em relação aos investidores, uma vez que há outras categorias de investidores sofisticados que buscam o investimento em ativos no exterior; e (iii) a expressão “sendo vedada a negociação destes ativos em mercados regulamentados de valores mobiliários no Brasil após a sua aquisição no exterior”, em razão da impossibilidade de registro para negociação desses ativos estrangeiros em mercados regulados no Brasil.

ABRASCA entende que a dispensa de registro deveria se estender a todos os investidores brasileiros residentes fora do Brasil, e não somente aos investidores institucionais. O participante pondera que a CVM não deve destinar esforços regulatórios para a proteção de investidores residentes em outras jurisdições, ainda que sejam de nacionalidade brasileira.

LAB defende adaptar as situações expressamente dispensadas de registro às características dos valores mobiliários digitais, considerando que a liquidação com base na computação compartilhada pode ser realizada em diferentes locais ao mesmo tempo e que essas operações não são necessariamente liquidadas por moedas fiduciárias.

Neste sentido, a proposta do participante envolve tratar das ofertas iniciais ou subsequentes de valores mobiliários “emitidos segundo regras de autoridade local reconhecida”, liquidados no exterior “ou emitidos com base em tecnologia de livro de registro distribuído, em todo caso, sem a utilização do Real”.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Inicialmente, é oportuno esclarecer que a previsão contida no art. 8º, VI, não se propõe a estabelecer regras gerais ou limitações sobre a atuação de investidores brasileiros ao negociarem valores mobiliários no exterior. A norma visa tratar apenas de uma situação particular e com o propósito de trazer maior segurança a práticas atuais de mercado e afastar potenciais interpretações equivocadas que levassem à conclusão de caracterização de ofertas públicas no Brasil.

Neste sentido, o dispositivo trata de ofertas realizadas exclusivamente no exterior, envolvendo ativos emitidos e negociados apenas no exterior e em moeda estrangeira, mas que pudessem, em função de contato feito por instituições localizadas no Brasil a investidores institucionais sediados no País, ser inadequadamente consideradas como ofertas locais e, portanto, sujeitas à regulamentação brasileira sobre ofertas públicas.

É importante frisar que as ofertas públicas de que trata este dispositivo não podem ter direcionamento para o público investidor em geral no Brasil. Como forma de mitigar o risco de que o tratamento excepcional previsto no dispositivo venha a ser aplicado a casos em que haja ampla disseminação dos esforços de venda a um público irrestrito, foi mantida a limitação dessa exceção a casos de participação de investidores profissionais. No entanto, foi acolhida a sugestão de substituir “investidores brasileiros” por “investidores residentes no Brasil”.

Foi sugerido por ANBIMA a exclusão do trecho “em moeda estrangeira”, relacionado à liquidação da operação, pois o valor mobiliário no exterior pode ser emitido em reais e não deveria haver limitação para tanto.

Tendo em vista a realidade de mercado atual, emissões no exterior em reais são efetuadas por emissores nacionais. Em se tratando de emissor nacional e de valor mobiliário denominado em reais, há risco significativo de distorção dos objetivos do dispositivo, o que é incompatível com o tratamento excepcional e mais seguro que a norma visa estabelecer. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

B3 sugere que a vedação existente no art. 8º, VI, à negociação de ativos em mercados regulamentados de valores mobiliários no Brasil após sua aquisição no exterior esteja restrita à negociação “direta” de tais ativos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Segundo o participante, seu objetivo é afastar dúvidas sobre o alcance da vedação e preservar a regularidade da negociação no Brasil de certificados de depósito de valores mobiliários (“BDR”) não patrocinados lastreados em valores mobiliários estrangeiros ofertados no exterior.

A interpretação que o participante deseja preservar já pode ser extraída da redação originalmente constante da Minuta A, sem que sejam necessárias alterações de seu conteúdo.

O acréscimo da expressão “direta” na referência a “negociação direta” lançaria dúvidas sobre a admissibilidade de uma eventual “negociação indireta”, o que pode se prestar a outras interpretações indesejadas e sem relação com BDR.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.2.7.7 Propostas de novas isenções (novos incisos ao art. 8º)

Mercado Bitcoin propõe uma isenção própria para ofertas iniciais ou subsequentes oriundas de processos de tecnologia de registro distribuído. O participante ressalta que isso fomentará um mercado de capitais descentralizado, ajudando na democratização de acesso a novas tecnologias. Na visão do participante, a segregação dessas ofertas em relação às demais é crucial para o desenvolvimento desse novo mercado de valores mobiliários digitais.

Em caráter alternativo e subsidiário, o mesmo participante sugere que a isenção para ofertas oriundas de processos de tecnologia de registro distribuído seja adotada, ainda que restrita a casos em que os emissores sejam EFRF ou EGEM. Como um novo pedido, alternativo e subsidiário aos dois precedentes, defende que a isenção seja adotada ainda que restrita a casos em que emissores sejam EFRF ou EGEM e os investidores destinatários da oferta sejam profissionais.

O conteúdo da norma é determinado a partir dos mandatos legais a cargo da CVM, como o funcionamento eficiente do mercado de capitais e a proteção ao investidor. A norma busca manter-se neutra em relação a tecnologias específicas adotadas pelos participantes do mercado, na medida em que não comprometam o cumprimento de tais mandatos legais. Portanto, a sugestão não foi aceita.

BTG sugere a manutenção da dispensa de registro de ofertas públicas com esforços restritos destinadas a um grupo reduzido de investidores profissionais, de forma similar ao que atualmente ocorre sob a Instrução CVM nº 476, de 2009.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Para o participante, essa será a medida que atenderá ao anseio das instituições de mercado, porque: (i) as instituições intermediárias já possuem conhecimento e aptidão técnica para cumprir as obrigações regulatórias; (ii) por vezes, todo ou parte do montante ofertado é adquirido pela própria instituição intermediária, pelo exercício da garantia firme de colocação, e após prazo regulamentar os ativos passam a ser negociados com investidores profissionais e qualificados no mercado secundário; e (iii) muitas vezes as ofertas restritas são distribuídas para uma pequena base selecionada de clientes dos intermediários, cujo perfil de investimento é previamente conhecido devido ao relacionamento comercial existente (“**club deal**”).

O participante argumenta que se tal isenção não for mantida haverá (i) desincentivo a ofertas “**club deal**”, com conseqüente redução do volume de captações de recursos de certo segmento do mercado; (ii) prejuízo a intermediários vocacionados para atuação em ofertas restritas; (iii) utilização de recursos escassos da CVM para supervisionar estas ofertas; e (iv) impacto negativo no desenvolvimento do mercado secundário, sobretudo no de dívida, pelo desincentivo às emissões de ativos que, em um primeiro momento, poderão ser subscritos pelas instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição para posteriormente, serem negociados no mercado secundário.

O participante salienta também possíveis aumentos de custo, em razão da cobrança de taxa de fiscalização e dos necessários investimentos em recursos humanos e tecnológicos que muitas instituições intermediárias terão que fazer para cumprir normas de “**suitability**”. Isso porque, para capturar os benefícios da oferta registrada, as instituições tenderão a aumentar substancialmente o número de investidores a serem acessados, aos quais é franqueado um amplo portfólio de produtos.

Ainda segundo o participante, as ineficiências apontadas pela CVM nas ofertas restritas poderiam ser mitigadas pelos seguintes fatores: (i) o registro de intermediários, previsto na Minuta B; (ii) limitação do número de investidores acessados, inclusive a patamares inferiores aos da atual Instrução CVM nº 476, de 2009; (iii) inexistência de risco de diluição para atuais detentores do valor mobiliário objeto da oferta; (iv) manutenção do período de 4 meses de **lock-up**; dentre outras regras similares às da Instrução CVM nº 476, de 2009.

Inicialmente, é válido observar que o art. 8º envolve ofertas não sujeitas à regulamentação, as quais, portanto, são diferentes das situações abarcadas pela Instrução CVM nº 476, de 2009, que trata de ofertas com dispensa de registro, mas ainda sujeitas aos deveres previstos na mesma norma. A dispensa de registro não retira da CVM a necessidade de supervisão; apenas transfere tal atividade para depois da realização da oferta.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Já as ofertas que venham a ser enquadradas no art. 8º estarão fora da esfera de supervisão da CVM e não serão consideradas ofertas públicas, o que implica diversas limitações, como, por exemplo, as restrições ao público que pode ser acessado (em função de vedações que determinados investidores institucionais possuem) e à posterior negociação em mercado organizado dos valores mobiliários adquiridos.

Quanto às vantagens que os comentários associam à manutenção de uma estrutura similar à da Instrução CVM nº 476, de 2009, é válido destacar que elas estão preservadas em sua quase totalidade no rito de registro automático das ofertas públicas, em especial no que tange à celeridade e aos menores custos de observância regulatória. De fato, o novo rito foi pensado para ampliar os aspectos exitosos da Instrução CVM nº 476, de 2009, que teve um papel histórico no desenvolvimento do mercado de capitais.

O rito de registro automático atende, ainda, a demandas de investidores e intermediários ao eliminar restrições à quantidade de investidores profissionais que podem ser acessados em ofertas atualmente dispensadas de registro, com possíveis reflexos positivos no mercado secundário dos títulos ofertados e com uma necessidade menos recorrente de exercício de garantia firme.

Também é oportuno destacar que o argumento de que a dispensa de registro levaria a menores custos com taxa de fiscalização restou superado com a edição da Medida Provisória nº 1.072, de 1º de outubro de 2021, posteriormente convertida na Lei nº 14.317, de 29 de março de 2022, que estabeleceu a incidência de taxa para hipóteses de dispensa de registro.

Por fim, a CVM considera desejável ter maior visibilidade sobre as ofertas atualmente dispensadas de registro conforme elas ocorram, ainda que representem grau de risco menor e, do mesmo modo, a utilização de recursos de supervisão seja menos intensa na comparação com outros tipos de ofertas.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Mattos Filho sugere a inclusão de inciso para deixar claro que as ofertas públicas e emissões previstas em regras específicas, em prol do princípio da especialidade, deverão ser incluídas na isenção do art. 8º.

O participante também propõe que ofertas de cotas de fundos de investimento fechados destinadas ao seu gestor de recursos, sociedades integrantes do grupo econômico do gestor de recursos,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

funcionários do gestor de recursos e fundos cujos cotistas sejam apenas os agentes mencionados anteriormente sejam dispensadas da obrigatoriedade de registro, quando realizando o investimento em fundos de investimento para fins de atendimento de requisitos regulatórios específicos, conforme manifestação a propósito do art. 2º, XVII.

As ofertas previstas em regras específicas já estão excluídas da resolução pelo art. 1º, parágrafo único, I. Nenhum ajuste adicional a esse respeito foi considerado necessário.

Em relação ao comentário sobre ofertas de cotas de fundos destinadas ao seu gestor de recursos, a proposta tampouco foi acolhida, uma vez que a oferta dirigida somente aos destinatários indicados pelo participante e no contexto por ele apontado não se assemelham a uma oferta pública para justificar sua inclusão no dispositivo em questão.

Koga Advogados argumenta que, considerando a promulgação da Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021, parece adequado que a Minuta A inclua no rol exemplificativo de hipóteses de ofertas isentas de registro a oferta privada de valores mobiliários emitidos por **startups** quando oferecidas a um número razoável de investidores, para evitar questionamentos sobre a condução de ofertas irregulares de valores mobiliários.

Adicionalmente, o participante sugere que o “número razoável” de investidores seja 50, mas entende não parecer cabível a restrição de público a investidores qualificados ou profissionais, em respeito ao disposto no marco legal, que procura fomentar o investimento em inovação por qualquer pessoa física ou jurídica. O participante comenta, ainda, que a Lei Complementar nº 182, de 2021, restringiu o espaço de regulamentação da CVM ao investimento a ser realizado por fundos de investimento.

A resolução trata de ofertas públicas, conforme definido em seu art. 1º. Assim, ofertas privadas estão naturalmente fora do escopo da norma.

O art. 8º, em particular, busca proporcionar maior segurança jurídica a ofertas realizadas com habitualidade e que, por suas características específicas, não gerem necessidade de supervisão da CVM ou possam trazer dúvidas quanto a sua caracterização como públicas ou privadas. Incluir nesse dispositivo uma oferta reconhecidamente privada – que, portanto, já está por definição fora do escopo da norma – não se mostra necessário nem benéfico à compreensibilidade da regulamentação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Por fim, a Lei Complementar nº 182, de 2021, autoriza a CVM a regulamentar aporte de capital por parte de fundos de investimento em **startups**, mas não interfere nas competências legais da Autarquia para disciplinar a oferta de valores mobiliários dessas sociedades para o público em geral.

Assim, a sugestão não foi acolhida.

Koga Advogados sugere a inclusão de uma hipótese específica para alcançar os casos de colocação privada de séries e classes subordinadas de valores mobiliários junto a pessoas ligadas à operação, tal como se observa em casos de subscrição de séries subordinadas de certificados de recebíveis imobiliários (CRI) ou de certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) por devedores ou cedentes do lastro e, também, em cotas subordinadas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC). ABRASCA traz sugestão similar, acrescentando ao rol de ativos cotas de fundos de investimento imobiliário (FII) e cotas de fundos de investimento nas cadeias produtivas agroindustriais (FIAGRO).

GCB considera importante estender de forma expressa a inaplicabilidade da regulamentação aos emissores que realizem a ofertas em ambiente virtual exclusivo e voltadas apenas a investidores com os quais possuam relação anterior. Tais situações estariam amparadas pelos julgados da CVM, mas a previsão expressa em norma seria ainda assim importante visto que à época de estruturação das Leis nº 6.385 e 6.404, ambas de 1976, não havia ocorrido o advento da internet.

As sugestões de Koga Advogados, ABRASCA e GCB são voltadas a ofertas que, na prática de mercado, tipicamente são realizadas de modo privado, mas que, a depender de particularidades de cada caso, podem ser consideradas públicas. Assim, incluir as hipóteses sugeridas pelos participantes no dispositivo que afasta a incidência da regra de ofertas poderia efetivamente dar margem a que ofertas públicas que deveriam ser alcançadas pela norma não o fossem. Alternativamente, incluir uma previsão que remetesse à necessidade de análise mais detida das circunstâncias de cada caso tampouco alcançaria o efeito desejado pelos participantes de propiciar maior segurança jurídica sobre tais situações.

Adicionalmente, uma oferta feita a usuários de ambientes virtuais exclusivos não é, apenas em função dessa característica isolada, uma oferta privada. Por exemplo, uma oferta disponibilizada por instituição financeira a todos os seus clientes que usarem canais eletrônicos por meio de credenciais pessoais de acesso, em princípio, continuará sendo considerada pública.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Cepeda propõe estender a inaplicabilidade do registro a ofertas iniciais e subsequentes de cotas de fundos abertos, em linha com o que já dispõe o art. 18 da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, e o art. 21 da proposta de resolução constante no Edital da Audiência Pública SDM nº 8/20. ANFIDC argumenta no mesmo sentido.

Cepeda sugere também inserir inciso para tratar da hipótese em que o administrador e ou o gestor do fundo de investimento fechado, cujas cotas são objeto da oferta pública, já possui relacionamento e contato comercial com os investidores em razão do investimento prévio em outro fundo de investimento fechado sob sua administração ou gestão.

Em relação às distribuições de cotas de fundos abertos, como a própria contribuição do participante indica, a matéria já é tratada em norma específica, sendo desnecessária a reprodução redundante de dispositivo de mesmo teor, especialmente à luz da ressalva já constante no art. 1º, parágrafo único, I.

Quanto ao caso de ofertas de cotas de fundos a investidores que sejam cotistas de outros fundos sob mesma administração ou gestão do fundo cujas cotas estejam sendo ofertadas, a CVM não considera que essa seja hipótese capaz de justificar o tratamento excepcional previsto no art. 8º.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

B3 sugere inclusão de dispositivo que afaste a incidência da regra a ofertas primárias de cotas de fundos de investimento em índice de mercado (“ETF”), a fim de dirimir eventuais dúvidas do mercado diante de um cenário crescente de registro de ETF acessíveis pelos investidores de varejo.

A CVM não entende necessária a modificação do art. 8º porque a Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002, já não exige o registro para a oferta primária de cotas de ETF.

Ao revisar esta norma, no entanto, a CVM identificou oportunidade de promover outro ajuste, com objetivo de afastar também a necessidade de prévio registro na CVM para as ofertas públicas secundárias de cotas, aproximando o tratamento desses fundos aos fundos de investimento financeiro abertos.

A mudança justificou inclusão de novo dispositivo ao texto originalmente correspondente à Minuta C, com alterações refletidas no art. 28 da Instrução CVM nº 359, de 2002.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ANBIMA sugere a criação de duas novas hipóteses de isenção aplicáveis a ofertas de títulos e valores mobiliários a clientes. Ambas estão relacionadas à disseminação de plataformas de investimento e sua dinâmica própria de colocação de produtos financeiros à disposição dos clientes, em contraposição a um modelo em que devem atuar apenas de forma reativa, o que seria um grande empecilho ao pleno desenvolvimento de suas atividades.

A primeira hipótese abarcaria a venda ou intermediação de ativos não admitidos à negociação em mercado de bolsa ou balcão, quando ofertados a clientes com os quais haja prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual. A segunda hipótese também teria estes mesmos agentes como destinatários da oferta, porém abarcaria os ativos admitidos à negociação em bolsa ou balcão e buscaria lidar com casos de exercício de garantia firme ou casos em que, para ampliar o leque de produtos aos clientes, intermediários adquirem títulos no mercado (sobretudo de renda fixa, acessíveis a investidores profissionais) e os disponibilizam a outros investidores, em geral de varejo.

Estas duas sugestões apresentadas por ANBIMA são defendidas também por ANCORD, a qual acrescenta ainda duas outras propostas de isenções: (i) venda ou intermediação de títulos e valores mobiliários cuja oferta esteja dispensada de registro, nos termos de regulamentação específica, como é o caso, por exemplo, de COE, de LIG e de LF, nos termos da Resolução CVM nº 8, de 14 de outubro de 2020, e (ii) negociações privadas realizadas fora de bolsa ou de mercado de balcão, ainda que envolvam valores mobiliários admitidos à negociação nesses ambientes, em particular em operações de alienação de controle ou de participação relevante, típicas de fusões, aquisições e reorganizações societárias.

As situações fáticas descritas nas sugestões remetem a negociações ordinárias em mercado secundário, e não a ofertas públicas secundárias, logo não se encontram abarcadas pela regra, independentemente de sua previsão no art. 8º. Com efeito, sua inclusão nesse dispositivo, associada a relacionamentos estreitos e habituais de natureza comercial, creditícia, societária ou trabalhista poderia levar à interpretação equivocada de que, na ausência desses relacionamentos, uma negociação em mercado secundário pode caracterizar oferta pública sujeita a registro.

Evidentemente, a inaplicabilidade da norma a negociações secundárias não se presta a acomodar esforços de venda amplos e de quantidades substanciais de determinado título ou valor mobiliário, hipótese em que efetivamente restará caracterizada uma oferta pública secundária. Apenas a análise de circunstâncias de cada caso concreto pode revelar a real natureza da operação, logo não se mostra adequada a inclusão em norma de exceção abrangente como a indicada nas sugestões.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em relação às propostas que envolvem títulos e valores mobiliários sujeitos a regramento próprio, bem como ofertas já de antemão qualificadas como privadas, reitera-se que tais casos encontram-se fora do escopo da norma e que menções redundantes a esse respeito na norma, ainda que visando maior segurança jurídica, comprometeriam a compreensibilidade da regra.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

ANCORD sugere a inclusão de leilões de valores mobiliários realizados em bolsa ou em mercado de balcão, nos termos de regulamentação específica, a exemplo de leilões da Instrução CVM nº 168, de 23 de dezembro de 1991. ANBIMA e ABRASCA trazem sugestão no mesmo sentido.

As operações amparadas por legislação específica já estão excetuadas da resolução pelo art. 1º, parágrafo único, I.

LAB sugere a inclusão de novo inciso ao art. 8º para contemplar a não incidência da regra a ofertas dirigidas exclusivamente aos investidores concessionais, no âmbito de estruturação de ofertas de capital híbrido, exceto no caso de utilização de qualquer elemento que reconhecidamente faça uma oferta ser caracterizada como pública, nos termos do art. 3º, § 1º.

O participante acredita que a diferenciação das ofertas de capital concessional é importante em razão de se dar em condições menos favorecidas que as de mercado e voltadas ao público-alvo específico formado por aqueles que possuam maior alinhamento com a causa ou o impacto econômico, social ou ambiental a ser financiado. A restrição ao uso de elementos típicos de ofertas públicas evitaria que a isenção fosse utilizada de forma indiscriminada.

Como já observado anteriormente, não cabe à CVM avaliar se as condições da oferta são menos favorecidas que as de mercado ou emitir um juízo próprio sobre os potenciais impactos econômicos, sociais ou ambientais a serem gerados a partir da oferta, o que seria necessário se o dispositivo sugerido pelo participante fosse incluído no art. 8º.

Além disso, a mera natureza “concessional” do investimento ofertado não afasta o caráter público da oferta, logo não justifica o tratamento previsto no referido art. 8º.

Por outro lado, tendo em vista que o comentário também alude a um tipo particular de oferta, na qual investidores específicos e previamente identificados seriam procurados direta e individualmente



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

para aportar o capital “concessional” necessário para subsidiar o financiamento de projetos com impactos positivos, é válido frisar que a norma não alcança ofertas privadas, que independem de registro na CVM, a despeito de não estarem expressamente citadas entre as hipóteses no referido dispositivo.

ABRASCA sugere a inclusão de novas hipóteses de não incidência da norma nos seguintes casos: (i) BDR emitido nos termos de norma específica e oferecido e negociado apenas entre investidores institucionais brasileiros; e (ii) classes ou séries de valores mobiliários destinadas exclusivamente a organismos de fomento, assim considerados os organismos multilaterais, as agências de fomento ou os bancos de desenvolvimento que possuam recursos provenientes de contribuições e cotas integralizadas majoritariamente com recursos orçamentários de um único ou diversos governos, e cujo controle seja governamental ou multigovernamental.

Em relação à menção aos BDR, vale registrar que a norma que atualmente rege tais valores mobiliários – a Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000 – prevê que a oferta pública de BDR siga regras que passarão a corresponder à norma resultante da Minuta A. Adicionalmente, não seria adequado incluir os BDR no regime excepcional do art. 8º, tratando de modo diferenciado os BDR e os valores mobiliários que eles representam, dada a similaridade entre ambos.

Quanto ao caso da oferta voltada a organismos de fomento, a mera presença de investidores com tal perfil não basta para descaracterizar a natureza pública de uma oferta ou justificar a ausência de supervisão da CVM. Caso se trate de oferta direcionada exclusivamente a um investidor específico, como é comum em ofertas de que tais investidores participem, a hipótese estará abarcada pelo art. 8º, IV.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.2.7.8 Vedação de material publicitário (art. 8º, § 2º)

Nas ofertas não sujeitas à regulamentação, nos termos dos vários incisos do art. 8º, é vedada a utilização de material publicitário.

Koga Advogados sugere aprimorar a redação do art. 8º, § 2º, para vedar o uso de propaganda no âmbito da oferta, por qualquer meio, sem prejuízo da disponibilização de documento informativo, técnico e confidencial aos potenciais investidores. Seu objetivo é evitar que a elaboração voluntária (e recomendável) dos termos e condições da oferta, dos riscos relativos ao investimento e de informações relevantes sobre a empresa emissora sejam confundidos com a utilização de material publicitário.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

O ajuste não foi considerado necessário, pois a definição de material publicitário incorporada à norma já torna de todo improvável que documentos de descrição de termos e condições da oferta sejam confundidos com material publicitário.

GCB propõe que a vedação de uso de material publicitário contenha ressalva para os casos previstos em lei. O participante também sugere que tal material seja permitido em ofertas realizadas em ambientes virtuais exclusivos.

Duarte Garcia sugere que seja admitido o uso de material publicitário nas ofertas subsequentes de cotas de fundos de investimento fechados destinadas exclusivamente a cotistas dos próprios fundos.

ANCORD sugere que a vedação seja eliminada, dada a ampla definição de material publicitário. O participante entende que a aplicação do dispositivo poderia inviabilizar operações que não se caracterizam como oferta pública.

Na mesma linha, considerando que a definição de “material publicitário” inclui qualquer meio de comunicação dirigido ao público investidor em geral, ANBIMA sugere excluir a vedação, para evitar dubiedades, principalmente considerando que tais investidores em geral não seriam abarcados nas ofertas listadas neste artigo.

O art. 8º teve seu escopo delimitado de modo que todas as hipóteses enumeradas em seus incisos fossem viáveis sem a utilização de material publicitário, na forma definida na norma. A necessidade de uso de material publicitário no contexto das ofertas tratadas em tal dispositivo teria por consequência sua exclusão das hipóteses de não incidência da resolução.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

ANBIMA, B3 e LAB levantam questões ligadas ao caso de ofertas no exterior e em particular à hipótese de acesso dos investidores profissionais ou institucionais brasileiros aos documentos da oferta. Em síntese, os participantes ponderam que esse material não deve ser considerado material publicitário para fins da Resolução ou que uma exceção deve ser prevista para permitir o uso desse tipo de material sem comprometer o uso do **safe harbor** do art. 8º.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

B3 comenta ainda sobre a necessidade de exceção voltada a ofertas primárias de cotas de ETF, para as quais decisões do Colegiado da CVM já teriam permitido o uso de material publicitário, embora não se trate de oferta registrada.

A CVM esclarece que a norma não impede que investidores profissionais brasileiros tenham acesso aos documentos da oferta no exterior, inclusive materiais publicitários no exterior no idioma do local da oferta. A vedação ao uso de material publicitário alcança apenas o esforço de venda no Brasil, de modo que a previsão do art. 8º, VI, não venha a representar uma oferta no País.

A sugestão relacionada a ofertas primárias de cotas de ETF envolve oferta regida por norma específica, logo o art. 8º da resolução não seria o local adequado para tratamento da matéria. As disposições da Minuta A sobre material publicitário não se aplicam a ofertas de cotas de ETF e tratar especificamente do uso de material publicitário na oferta de tais cotas excede o escopo desta Audiência Pública.

### 2.2.7.9 Preponderância de regras específicas aplicáveis a fundos de investimento (art. 8º, proposta de novo parágrafo)

Mattos Filho sugere a inclusão no art. 8º de um novo parágrafo que esclareça que regras específicas aplicáveis a fundos de investimento, dado o princípio da especialidade, devem prevalecer sobre o disposto na Resolução que trata de ofertas públicas de distribuição.

A interpretação do participante é correta, porém não é necessário repetir, de forma direcionada exclusivamente para os fundos de investimento, disposição constante no art. 1º, parágrafo único, I da norma. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.2.8 Consulta prévia sobre inaplicabilidade do registro (proposta de novo artigo)

Koga Advogados apresenta duas sugestões interrelacionadas: (i) o reconhecimento de que o rol do art. 8º da Minuta A é exemplificativo, e não exaustivo; e (ii) a inclusão de procedimento complementar de consulta prévia sobre a viabilidade de isenção do registro de ofertas que não se encaixem nas hipóteses do art. 8º e, ainda assim, possuam características que justifiquem a sua isenção de registro. Quanto a esse último ponto, haveria um procedimento específico para análise da consulta, com prazos para resposta, os quais, se excedidos pela CVM, levariam à conclusão pela isenção de registro.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

O participante comenta que adoção de um rol exaustivo seria um caminho estanque, conservador e que não garantiria necessariamente maior nível de proteção aos investidores. Desta forma, a criação do mecanismo de recepção de consulta sobre potenciais ofertas isentas de registro não deveria ser encarada como flexibilização ou desconto regulatório.

Em relação ao caráter exaustivo ou exemplificativo da lista do art. 8º, é válido observar que as hipóteses enumeradas nos incisos representam aquelas para as quais a CVM julgou oportuna e conveniente a previsão específica de “**safe harbor**”, trazendo maior segurança jurídica de que as ofertas então descritas não se sujeitam à resolução que trata de ofertas públicas. Isso não significa que os incisos do art. 8º esgotem todas as hipóteses de não incidência da resolução.

Quanto ao procedimento de consulta sugerido, a norma já contempla a possibilidade de dispensa de registro ou de algum de seus requisitos, conforme se verifica da leitura de seu art. 43. Adicionalmente, a resposta a consultas já faz parte das atividades da Autarquia, inclusive por força do art. 13 da Lei 6.385, de 1976. Diante desse contexto, os efeitos da sugestão apresentada já se encontram, em parte, contemplados nas regras vigentes.

A criação de procedimento específico com prazos e ritos para análise prévia de consultas, no entanto, representaria um ônus excessivo diante dos recursos escassos da CVM, que viria a prejudicar a análise das ofertas que estivessem paralelamente em andamento. Adicionalmente, esse procedimento tenderia a ser de ampla utilização, por, no mínimo, trazer ao consulente a confirmação de uma interpretação que originalmente já tivesse sobre os fatos objeto da consulta.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.3 Publicidade e documentos da oferta

#### 2.3.1 Exigência de prospecto (art. 9º)

O art. 9º, **caput**, trata da necessidade de um prospecto e de um documento de aceitação de oferta para que valores mobiliários possam ser ofertados ao público. Os incisos I e II do dispositivo enumeram exceções a essa regra geral.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Mattos Filho sugere ajuste ao **caput** do art. 9º de modo que a necessidade de tais documentos, que na Minuta A está associada a qualquer oferta “ao público” passasse a estar ligada a ofertas “ao público investidor em geral”.

ANBIMA propõe ajustes para deixar claro que (i) os incisos I e II são alternativos, e não requisitos conjuntos; e (ii) para além da não utilização, nem mesmo existirá ato de aceitação da oferta nas hipóteses previstas nos referidos incisos.

Dada a forma como público investidor em geral é definida da norma, a sugestão de Mattos Filho restringiria excessivamente o escopo da regra ao fazer com que ofertas voltadas a segmentos específicos, como investidores qualificados, pudessem ocorrer sem a divulgação de prospecto e documento de aceitação da oferta. Sugestões com esse mesmo efeito foram também trazidas por outros participantes, conforme retratado no tópico seguinte deste relatório.

Em relação ao comentário de ANBIMA, cabe destacar que se trata de uma lista exaustiva e a conjunção “e” utilizada não tem o condão de tornar cumulativas as situações descritas.

Quanto à sugestão que envolve a distinção entre utilização ou existência de prospecto e ato de aceitação da oferta, a CVM não vislumbrou efeitos práticos dessa distinção, logo não a considerou necessária no contexto do dispositivo em questão.

Portanto, as sugestões não foram acatadas.

### 2.3.1.1 Exceção a investidores profissionais (art. 9º, I)

GCB propõe estender a dispensa de que trata o art. 9º, I, para investidores qualificados. Isto porque, no que tange ao discernimento sobre os produtos ofertados, deve-se considerar que os investidores qualificados e profissionais encontram-se em pé de igualdade, haja vista a similitude dos parâmetros utilizados pelos artigos 9-A e 9-B da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013.

Na mesma linha, ABCD e ABIPAG entendem que investidores qualificados possuem expertise suficiente para que não seja necessária a preparação e disponibilização de prospecto caso a oferta seja destinada apenas a eles, em especial considerando a crescente expansão de produtos e serviços envolvendo operações de mercado de capitais.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ABRASCA também considera que investidores qualificados possuem formação técnica e conhecimento para justificar que lhes seja estendida a exceção aplicável a investidores profissionais. Essa também é a sugestão de Cepeda, que ressalta o alinhamento de tal sugestão com o objetivo de redução de custos de observância e simplificação de documentos e procedimentos.

ANFIDC argumenta que os investidores qualificados são mais sofisticados do que os investidores de varejo (ainda que menos sofisticados que os investidores profissionais) e destaca que a proposta de resolução objeto da Audiência Pública SDM nº 8/20 já prevê, no art. 70, II, de seu Anexo I, que o regulamento de classes de cotas de fundos de investimento financeiro destinadas exclusivamente a investidores qualificados pode dispensar a elaboração de prospecto.

As informações que se exige que constem nos prospectos são aquelas consideradas pela CVM necessárias para a tomada de decisão quanto ao investimento, qualquer que seja o tipo de investidor, sendo comum analistas de grandes instituições financeiras utilizarem as informações constantes dos prospectos para produzir seus relatórios internos de investimento.

A distinção feita no art. 9º, I, sobre a disponibilidade de documentos da oferta exclusivas para investidores profissionais não é determinada primordialmente pela capacidade de compreensão dos produtos ofertados, mas sim pela capacidade presumida de acesso direto – ou seja, sem a necessidade de regra que imponha a disponibilização dos dados em formato preestabelecido – às informações que achem necessárias para decidir sobre a oferta. Afinal, não é útil possuir a expertise suficiente para analisar informações se tais informações não estiverem disponíveis. Neste aspecto reside diferença importante entre investidores qualificados e profissionais e, por isso, justifica-se o tratamento distinto entre eles, como originalmente proposto na Minuta A.

Contudo, especificamente no que diz respeito a ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados envolvendo cotas de fundos fechados regidos atualmente pela Instrução CVM nº 555, de 2014, dadas as particularidades desse ativo e segmento do mercado, avaliou-se que a ausência de prospecto e de lâmina não representaria prejuízo aos investidores e, portanto, poderia ser admitida.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.3.1.2 Recuperação judicial (art. 9º, II, atual III)

Vidigal Neto propõe que, em linha com o art. 18 da minuta de resolução objeto da Audiência Pública SDM nº 8/20, as cotas de FIDC sejam incluídas na isenção de elaboração de prospecto aplicável a ofertas destinadas exclusivamente a credores da empresa em recuperação judicial ou extrajudicial.

Com base na sugestão apresentada, considerou-se pertinente ampliar as hipóteses abrangidas pela exceção que trata de credores de emissores em recuperação judicial ou extrajudicial para abarcar todas as ofertas que atendam a essa condição e que, cumulativamente, não tenham por objeto ações ou certificados de depósito de ações.

### 2.3.1.3 Whitepaper (art. 9º, proposta de novo inciso)

Argumentando que as ofertas de ativos emitidos por tecnologia de registros distribuídos, na prática internacional, têm suas informações divulgadas por meio de **whitepaper**, Mercado Bitcoin sugere que, quando tal documento tenha sido apresentado, o prospecto seja dispensado.

Os prospectos propostos nesta resolução seguem padrão semelhante ao adotado pela **European Securities and Markets Authority (ESMA)** na Comunidade Europeia e pela **Australian Securities and Investments Commission (ASIC)**, nas ofertas de valores mobiliários. O fato de a emissão ser por tecnologia de registro distribuído não modifica a necessidade do investidor de obter informações completas e padronizadas sobre as ofertas públicas. O conteúdo dos prospectos previstos na norma busca cumprir essa finalidade, trazendo as informações que foram consideradas necessárias para a tomada de decisão quanto ao investimento. Vale destacar que foram feitos esforços para simplificar o conteúdo dos prospectos, em linha com o conceito que está por trás dos **whitepapers**.

Portanto, a proposta não foi acatada.

### 2.3.1.4 Fundos sem mudança na política de investimento (art. 9º, proposta de novo inciso)

Em linha com o objetivo de simplificação dos documentos e procedimentos das ofertas e de redução de custos de observância, Cepeda entende não ser necessária a apresentação de prospecto em ofertas subsequentes de fundos de investimento fechados ocorridas há menos de 2 anos, quando não tenha havido mudança relevante na política de investimento. Em tais situações, o participante entende que a lâmina seria suficiente.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Ainda que se trate de fundos já constituídos, novas emissões de cotas terão objetivos e outros parâmetros específicos (destinação de recursos, valor da oferta, cotações históricas) que poderão ter se alterado e precisarão ser destacados aos potenciais investidores.

Além disso, a lâmina, até mesmo em função da imposição dos limites a sua extensão, não cumpre o papel de ser uma fonte exaustiva, suficiente e definitiva de informações, mas uma apertada síntese das principais informações do prospecto.

Portanto, a proposta não foi acatada.

### 2.3.1.5 Alertas (art. 9º, § 1º)

A Minuta A prevê que, nos casos para os quais não se exige divulgação de prospecto ou utilização de documento de oferta, o investidor tome ciência, por meio de alerta, (i) da dispensa do prospecto, (ii) da ausência de análise pela CVM sobre os documentos, termos e condições da oferta e (iii) da possibilidade de restrições aplicáveis à revenda dos valores mobiliários.

ANBIMA sugere alterações nesse dispositivo para deixar claro que o investidor deve ser informado, por qualquer meio, incluindo e-mail, telefonema, mensagens de texto e **push** por aplicativo, acerca das questões ali tratadas, sem necessidade de se obter aceite por parte do investidor. A redação sugerida não faz menção a essas formas específicas de contato com o investidor; apenas suprime a referência a “alerta”, substituindo-a pelo termo mais genérico “comunicação”.

A sugestão foi parcialmente acatada, com a redação mais direta sugerida pelo participante e sem menção à necessidade de “alerta” ao investidor.

### 2.3.2 Publicidade (art. 10)

O art. 10 estabelece o comando geral relativo ao uso de comunicações que despertem interesse na subscrição ou na aquisição de valores mobiliários, bem como suas implicações sobre a caracterização de determinada oferta como pública. Em particular, vale destacar que o dispositivo é capaz de alcançar atos de comunicação mesmo quando estes não contenham menção específica a uma oferta.

Diversos participantes, como Mattos Filho e ABRASCA, consideram a redação muito ampla e capaz de ocasionar insegurança jurídica.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Mattos Filho pondera que companhias realizam conversas com investidores para avaliar potenciais operações que sejam de seu interesse, incluindo ofertas públicas, sem que isso signifique que esteja planejando ou visando a realização de uma oferta pública, mas unicamente avaliando seu posicionamento no mercado e suas alternativas.

Para que tal prática não seja alcançada pelo dispositivo em questão, o participante sugere as seguintes modificações: (i) ressalva às consultas sigilosas admitidas pelo art. 6º; (ii) previsão de que a comunicação objeto desse dispositivo é aquela “destinada a prospectar investidores junto ao público em geral”; e (iii) supressão do trecho que permite que o dispositivo abarque comunicações que não contenham menções específicas a uma oferta.

A sugestão (ii) acima é ecoada ainda por ANBIMA e GCB. A primeira sustenta redação que restrinja as comunicações abarcadas por este artigo àquelas que tenham “intuito de prospectar investidores indeterminados”. A redação proposta pelo segundo também se refere a “público indeterminado”.

ANBIMA sugere ainda a inclusão de uma ressalva geral ao art. 10 voltada aos “casos expressamente previstos na Resolução”, com isso querendo esclarecer que o dispositivo não abrange a distribuição de títulos e valores mobiliários excetuados pela própria regra.

Em linha com a sugestão (iii) do participante Mattos Filho, acima relatada, ABRASCA defende a eliminação do trecho sobre comunicações que não contenham menção específica a uma oferta, modificação essa que entende necessária até para sanar o que considera uma evidente contradição com o art. 11, § 1º, II, da Minuta A. O dispositivo em questão prevê que não configuram oferta pública comunicações que, dentre outros requisitos, não contenham menção a uma oferta pública de valores mobiliários.

A mesma tensão entre esses dispositivos foi apontada por Stocche Forbes, que apresenta sugestão idêntica às trazidas por ABRASCA e Mattos Filho quanto à supressão do trecho final do dispositivo.

O dispositivo passou por alterações com objetivo de, mantendo o propósito original com o qual foi concebido, torná-lo mais conciso e ao mesmo tempo delimitar de modo mais preciso seu alcance, parcialmente ao encontro das sugestões recebidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Neste sentido, buscou-se esclarecer que a publicidade da oferta está ligada a um ato de comunicação que desperte o interesse na aquisição de valores mobiliários “determinados”, não abrangendo comunicações que tratem de investimento em valores mobiliários em geral. Foi também suprimido, por ter sido considerado desnecessário, o trecho final que trata do ato de comunicação que não assume a forma de material publicitário nem menciona de forma específica uma oferta. Por fim, foi eliminada a menção aos potenciais sujeitos responsáveis pelo ato de comunicação que dá publicidade à oferta, uma vez que o tema já é suficientemente tratado nos art. 3º e 11.

As demais sugestões não foram acolhidas. Como já anteriormente mencionado, a busca por investidores indeterminados é condição suficiente, mas não necessária, para a caracterização de uma oferta como pública.

Adicionalmente, em relação à ressalva sugerida por ANBIMA para esclarecer a inaplicabilidade do dispositivo a ofertas não abarcadas pela norma, o acréscimo não se mostra necessário para tal fim, dada a delimitação da abrangência da norma em seus artigos iniciais e o imperativo lógico de que a norma não pode ser capaz de limitar situações para as quais não se aplica.

### 2.3.3 Período de silêncio (art. 11)

O art. 11 trata do período em que ofertante, intermediários e pessoas contratadas devem abster-se de dar publicidade à oferta ou ao emissor.

ANBIMA, BTG e Cascione Pulino Boulos trazem idênticas propostas de aprimoramento de redação do art. 11 para conferir maior clareza quanto ao dever de observância do período de silêncio pelas instituições intermediárias.

Por tais propostas, para as instituições intermediárias, esse período teria início com a formalização da oferta em ato societário eficaz perante terceiros ou, no caso de oferta exclusivamente secundária, quando o intermediário viesse a ser engajado. Isso contrastaria com o marco inicial desse período de silêncio para o ofertante, que poderia retroceder até o 30º dia anterior ao protocolo do requerimento de registro da oferta, caso essa data fosse anterior aos marcos iniciais aplicáveis ao intermediário. A distinção é justificada com base no fato de que muitas instituições intermediárias podem vir a integrar o sindicato após o início da oferta, quando o prazo de 30 dias já estaria descumprido.

Os mesmos participantes sugerem, ainda sobre a atuação das instituições intermediárias, que as restrições do período de silêncio só lhes sejam aplicáveis quando agindo em nome do ofertante, em



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

linha com o art. 6º, § 1º, II, e 10 da Minuta A. Propõem, por fim, que a menção ao “emissor”, como agente sobre o qual não deve ser dada publicidade, seja substituída por “ofertante”, conceito mais amplo e que compreende o emissor.

ABIPAG propõe que o dispositivo contenha ressalva à hipótese de análise reservada de requerimento de registro, que conta com tratamento próprio nos art. 31 e seguintes.

Mesmo quando ainda não formalmente contratadas pelos emissores, instituições intermediárias podem atuar de modo a fomentar e direcionar o interesse de investidores em geral a determinada oferta pública de distribuição na qual a instituição intermediária tenha expectativa de participar. Situações desse tipo já foram objeto de controvérsia no passado e, por isso, a CVM entendeu adequado manter o dever da instituição intermediária em abster-se de dar publicidade à oferta na forma como originalmente apresentada.

A sugestão de substituir a menção a “emissor” por “ofertante” não foi aceita. De fato, são os comentários sobre o emissor que possuem o maior potencial de induzir o público a participar da oferta pública, logo é sobre ele que a limitação deve centrar-se.

Por fim, a sugestão de ressalva à hipótese de análise reservada de requerimento de registro foi considerada pertinente, uma vez que, em tais casos, se a informação sobre o requerimento vier a público, o ofertante deverá proceder à sua imediata divulgação, não devendo abster-se de fazê-lo sob argumento de estar impedido por força das regras sobre publicidade da oferta.

Desse modo, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

### 2.3.3.1 Data de início (art. 11, I)

ANBIMA propõe que no art. 11, I, que trata do momento de início do período de silêncio, o termo “formalizada” seja substituído por “aprovada”, pois o primeiro pode ensejar a interpretação de que o ato societário deveria estar devidamente registrado perante os órgãos competentes.

Mattos Filho entende que o termo “ato societário” constante no inciso I, alínea “a”, poderia induzir a uma interpretação equivocada de que seria necessário um ato societário do administrador fiduciário e não um ato de deliberação do fundo, no caso de os ofertantes serem fundos de investimento.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

De forma análoga, ABIPAG propõe substituir “ato societário” por “ato de aprovação da emissão”, o que seria mais adequado à situação dos fundos de investimento. O participante também traz sugestão para lidar com casos (i) em que a oferta primária independa de ato societário ou (ii) em que ato societário anterior já tenha aprovado a emissão – para ambos, na sugestão apresentada, o período de silêncio teria início no mesmo momento já contemplado no inciso I, alínea “a”, ou seja, o momento de engajamento da instituição intermediária.

As sugestões de ANBIMA e Mattos Filho, assim como a primeira sugestão acima relatada de ABIPAG, foram consideradas pertinentes e estão refletidas na versão final da regra.

A segunda sugestão de ABIPAG não foi aceita, por (i) não ter sido vislumbrada hipótese de oferta primária sem formalização prévia da decisão de realização da oferta; e (ii) o caso em que ato societário anterior tenha aprovado a emissão já se encontra abarcado no art. 11, I, “a”, na forma como proposto na Minuta A.

Assim, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

ANCORD acredita que o art. 11, I, “a” não indica um momento preciso, o que pode gerar incerteza jurídica sobre qual é a “data mais antiga” a ser considerada para fins do início do período de silêncio. Desta forma, com o objetivo de simplificar a aplicação e supervisão do dispositivo, sugere eliminar a alínea “a” e manter apenas a alínea “b”, que trata do 30º dia que antecede o protocolo do requerimento de registro.

Stocche Forbes solicita que o período de silêncio para as ofertas que seguirão o rito automático seja reduzido para 15 dias. Isso porque tais ofertas, em sua maioria, são estruturadas e sua documentação finalizada em um curto espaço de tempo, de forma que é possível que haja manifestações do emissor sem que ainda exista uma oferta pretendida, segundo o participante.

Não se identificou a imprecisão apontada por ANCORD no marco temporal referido no art. 11, I, “a”, tendo sido incluído dispositivo na versão final da regra com o objetivo de contemplar, além do engajamento ou contratação de instituição intermediária, o engajamento também do emissor dos valores mobiliários ofertados, quando se tratar de ofertas secundárias, nos termos do § 4º do art. 11.

Quanto ao período de 30 dias anteriores ao requerimento de registro, a CVM o considera o mínimo necessário para dissipar os efeitos de eventual ato de publicidade, de modo a não afetar a decisão



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

de investidores em relação à oferta. Este prazo é equivalente ao aplicável para situações similares em outras jurisdições, como, por exemplo, os Estados Unidos da América, nos termos da **Rule 163A**.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

### 2.3.3.2 Data de encerramento (art. 11, II)

B3 sugere a modificação do marco temporal de término do período de silêncio, fixando-o no encerramento dos esforços de distribuição, em razão de se presumir que manifestações feitas após esse marco não teriam potencial de influenciar a decisão dos investidores de aderir à oferta, em linha com discussão já realizada no Colegiado da CVM no processo administrativo sancionador CVM nº RJ-2016-6086.

As manifestações feitas entre o registro e o encerramento da oferta podem influenciar o tamanho do lote suplementar que será efetivamente exercido, alterando, assim, o resultado da oferta.

Ademais, tomando novamente como referencial as regras vigentes nos Estados Unidos da América, é possível constatar nessa jurisdição restrições a comunicações por parte do ofertante, mesmo após o início da negociação em mercado dos valores mobiliários ofertados, por períodos de 25 dias ou mais.

Por esse motivo, a CVM não acatou a sugestão.

### 2.3.3.3 Comunicações expressamente ressalvadas (art. 11, § 1º)

O art. 11, § 1º, enumera em seus incisos condições que, quando atendidas cumulativamente, permitem que atos de comunicação não façam determinada oferta ser considerada pública.

Vidigal Neto, BTG e ANBIMA trazem a respeito desse dispositivo sugestões similares, que partem da constatação de que as condições enumeradas se referem a atributos dos atos de comunicação e não à caracterização das ofertas públicas propriamente ditas. Diante disso, os participantes entendem que o dispositivo deveria ser ajustado para deixar de referir-se à configuração de oferta pública.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na versão final da regra.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.3.3.3.1 Responsáveis pela comunicação (art. 11, §1º, I)

O primeiro requisito previsto no art. 11, § 1º, é a comunicação provir do emissor, seus administradores ou empregados, sem o envolvimento de instituição intermediária.

ANBIMA e BTG defendem a exclusão desse requisito, que em sua visão poderia inviabilizar a praxe do mercado de que a instituição intermediária esteja sempre presente, principalmente para dar suporte logístico e comercial para o emissor.

A norma não veda o envolvimento da instituição intermediária em ato de comunicação efetuado pelo emissor, mas apenas reconhece que, nesse estágio, é impossível deixar de considerar tal ato como um ato que dá publicidade a uma oferta pública quando há participação de instituição intermediária. De fato, o contexto da oferta é precisamente o que justifica o envolvimento da instituição intermediária no assessoramento das comunicações do emissor. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

ABCD e ABIPAG entendem ser importante acrescentar ao dispositivo que as comunicações realizadas pelos prestadores de serviço de fundo de investimento ofertante também não configuram oferta pública.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

ABRASCA entende que a consulta sigilosa a investidores, realizada por participantes da oferta ou por terceiros, deva ser expressamente excepcionada, a fim de gerar maior clareza e segurança jurídica.

O art. 11, § 1º, trata de atos de comunicação que não caracterizam infração ao período de silêncio por não estarem diretamente associados às ofertas públicas. Exatamente por essa razão, a norma admite que esses atos sejam praticados e, pela sua própria natureza, tais atos são capazes de atingir um público amplo. Esses atos não devem ser confundidos sob nenhum aspecto com a consulta sigilosa de que trata o art. 6º, que deve ser feita a investidores específicos, a respeito de uma oferta específica, a qual deve permanecer sob sigilo mesmo após a consulta. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.3.3.3.2 Período de exceção (art. 11, § 1º, III)

Outro requisito imposto pelo art. 11, § 1º, é que a comunicação seja realizada antes do 30º dia que antecede o protocolo do requerimento de registro da oferta junto à CVM.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Seguindo a mesma lógica de sua observação anterior sobre esse prazo e as ofertas sujeitas ao rito automático, Stocche Forbes defende que nos casos em que esse rito seja aplicável o prazo seja reduzido para 15 dias.

Mattos Filho sugere excluir o dispositivo, uma vez que comunicações anteriores ao 30º dia que antecede o requerimento de registro da oferta não seriam abrangidas pelo período de silêncio referido no art. 11, **caput**, I, “b”.

A CVM considera o período de 30 dias anteriores ao requerimento de registro como o mínimo necessário para dissipar os efeitos de eventual ato de publicidade, de modo a não afetar a decisão de investidores em relação à oferta.

Em relação à sugestão de exclusão do dispositivo, por conta de sua relação com o mesmo prazo de 30 dias previsto no art. 11, **caput**, I, “b”, vale notar que não há necessária redundância entre os comandos normativos. Nesse sentido, as alíneas “a” e “b” do **caput** do art. 11 são alternativas, logo é possível que o período de silêncio tenha início com mais de 30 dias do requerimento do registro e, em sendo o caso, a previsão do art. 11, § 1º, III, abrange o intervalo desde o começo do período de silêncio até o 30º dia anterior ao requerimento de registro, flexibilizando restrições à comunicação do emissor nesse interregno.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

### 2.3.3.4 Inaplicabilidade do período de silêncio (art. 11, § 2º)

O art. 11, § 2º, enumera espécies de comunicações feitas pelo emissor, para as quais, independentemente dos requisitos cumulativos indicados no § 1º do mesmo dispositivo, o período de silêncio não se aplica.

A primeira dessas situações é a prestação de informações periódicas e eventuais exigidas do emissor pela CVM.

Sobre esse ponto, Vidigal Neto sugere a inclusão da menção também às informações solicitadas por outra autoridade reguladora ou autorreguladora.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Outra situação de inaplicabilidade prevista é a de campanha de promoção publicitária de produtos ou serviços oferecidos pelo emissor.

Quanto a esse ponto, ANBIMA propõe que, além da promoção publicitária, sejam também contempladas manifestações na mídia ou publicações jornalísticas sobre os produtos e serviços. O ajuste estaria alinhado a considerações feitas no próprio Edital da Audiência Pública.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

ANBIMA também sugere a exclusão do inciso IV, que trata comunicações sobre dividendos e juros sobre capital próprio, uma vez que esse tipo de informação já estaria abarcada pelos incisos I e II do mesmo dispositivo.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

Mattos Filho sugere que seja incluída nova hipótese de inaplicabilidade do período de silêncio para abranger o esforço publicitário relacionado à promoção institucional do gestor de recursos do fundo de investimento que terá suas cotas ofertadas.

Os prestadores de serviço dos emissores não têm limitação a atos de comunicação ou publicidade sobre seus serviços, desde que não vinculada à oferta ou ao emissor. O inciso III foi ajustado para trazer maior clareza nesse sentido.

### 2.3.3.5 Caráter reservado da informação (art. 11, § 3º)

O art. 11, § 3º, trata do dever de limitação e uso das informações sobre a oferta apenas para sua preparação. Esse dever é demarcado temporalmente entre o início período de silêncio e a divulgação do aviso ao mercado.

Mattos Filho pondera que a oferta pode se tornar pública antes da divulgação do aviso ao mercado, com a apresentação do pedido de registro ou quando levantada a confidencialidade depois de um pedido de registro com análise reservada. Por isso, sugere alteração na redação para manter a atual disposição da Instrução CVM nº 400, de 2003, ou seja, com substituição do marco final, que deixaria de ser a “divulgação do aviso ao mercado” e passaria a ser “a divulgação da oferta pública ao mercado”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Ainda que a oferta seja divulgada na apresentação do pedido de registro, nesse estágio ainda não há a ampla divulgação de seus termos, a ponto de justificar a supressão das limitações aplicáveis aos atos de comunicação do ofertante, do emissor, das instituições intermediárias e daqueles que os estejam assessorando. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Vidigal Neto observa que, como nem todas as ofertas contarão com aviso ao mercado, é necessário incluir a opção do anúncio de início como fim do período de limitação.

A sugestão foi considerada pertinente, porém refletida em alteração na definição de oferta a mercado.

Mattos Filho sugere que, nas hipóteses de interrupção da oferta, o dever de não dar publicidade à oferta ou ao emissor deixe de ser aplicável, em linha com a flexibilidade trazida pelo Ofício-Circular nº 3/2020-CVM/SRE.

O Ofício-Circular citado trata de situação excepcional, na qual, em decorrência de questões de saúde pública específicas do momento de edição do documento em questão, o prazo de interrupção das ofertas foi temporariamente ampliado, tornando mais complexo o cumprimento do dever de não dar publicidade à oferta. Essa circunstância extraordinária não deve ser tomada como um balizador para situações de normalidade. Portanto, a sugestão não foi aceita.

**2.3.3.6** Dispensa do período de silêncio para investidores qualificados e profissionais (art. 11, proposta de novo parágrafo).

B3 entende que, à luz da experiência norte-americana, poder-se-ia dispensar ofertas destinadas a investidores profissionais e qualificados da observância do período de silêncio, haja vista a presumida aptidão desse público para analisar informações disseminadas a respeito da oferta.

Em relação aos investidores qualificados, ainda que se trate de um conjunto de investidores com atributos que justifique para certos aspectos um tratamento mais flexível do que aquele dispensado em relação ao público em geral, a CVM considera que mesmo este público pode ser indevidamente influenciado por manifestações informais sobre a oferta ou o emissor na iminência de um esforço de venda de valores mobiliários.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Investidores profissionais certamente são menos propensos a tais riscos, porém nas ofertas exclusivamente destinadas a tais investidores a divulgação de prospecto não é obrigatória. Consequentemente, pode haver maiores dificuldades – tanto por parte dos investidores quanto da própria supervisão da CVM – em confrontar informações divulgadas informalmente pelos ofertantes durante o “período de silêncio” com as informações sobre a oferta veiculadas pelos meios oficiais.

Adicionalmente, o “período de silêncio” foi redefinido em sua extensão, de modo a abarcar somente um período mais próximo ao início dos efetivos esforços de venda e, mesmo durante este período, estão previstas diversas exceções que permitem ao emissor manter sua comunicação habitual com o público, minimizando assim os custos de observância da regra.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

### 2.3.4 Publicidade da oferta a mercado (art. 12)

O art. 12 da Minuta A contém a permissão para ampla publicidade da oferta, após o início do período de oferta a mercado e observadas as restrições gerais quanto ao conteúdo das divulgações, previstas no próprio dispositivo, em especial nos §§ 2º a 5º.

Tendo em vista o conceito de oferta a mercado adotado na norma, Vidigal Neto sugere incluir como marco temporal alternativo, nos casos de ausência de divulgação do aviso ao mercado, o início do período de distribuição.

ANBIMA sugere a exclusão dos §§ 2º a 5º, considerando que o disposto nestes itens diz respeito ao detalhamento de forma e conteúdo do prospecto. Para a ANBIMA estes temas seriam mais bem tratados em ofício a ser expedido pela SRE ou outra superintendência competente, e não na própria resolução. Como o ofício é normalmente expedido em base anual, haveria mais flexibilidade para refinar e modificar as regras sobre esse tema específico com base na experiência do mercado, se e quando necessário.

A proposta de Vidigal Neto foi considerada pertinente, porém refletida em alteração na definição de oferta a mercado.

Os parágrafos 2º a 5º do art. 12, não tratam apenas do prospecto, mas das comunicações previstas nos incisos I a V do **caput** do mesmo artigo. Por tratar-se de princípios e deveres gerais aplicáveis ao conteúdo das comunicações, julgou-se importante que eles permanecessem na norma.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

### 2.3.4.1 Identificação (art. 12, § 1º)

O art. 12, § 1º, da Minuta A estabelece o dever de identificação dos remetentes das comunicações feitas nos termos do **caput**, bem como de sua ligação com a instituição intermediária.

Com o intuito de proteger os dados pessoais das pessoas vinculadas às instituições intermediárias, Mattos Filho sugere que se exija apenas a indicação da área específica da instituição intermediária, com dados que permitam o contato do investidor.

A restrição do comando em questão apenas às instituições intermediárias não foi aceita, pois, em parte, o objetivo do dispositivo é alcançar agentes envolvidos na oferta e cuja relação com as instituições intermediárias não seja imediatamente observável.

Todavia, em atenção à preocupação manifestada pelo participante, a redação foi alterada com propósito de deixar claro que os dados de identificação solicitados são somente dados profissionais.

### 2.3.4.2 Conteúdo das comunicações (art. 12, § 2º, I)

Mattos Filho sugere alteração da redação que trata da necessidade de consistência das comunicações efetuadas com o prospecto e as informações periódicas. Pela redação sugerida, essa consistência deveria ser mantida também com as informações sobre o mercado de atuação do emissor disponíveis ao público em geral.

O objetivo da sugestão é possibilitar a utilização de informações que não estejam no prospecto ou em informações periódicas do emissor.

Se informações públicas forem importantes para a adequada avaliação dos valores mobiliários do emissor, elas devem constar dos documentos da oferta. A apresentação de dados isolados em materiais de comunicação, desconectados dos demais documentos da oferta, deve ser evitada e a alteração sugerida pelo participante poderia transmitir uma sinalização equivocada a esse respeito.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

No que tange aos princípios de acesso à informação, ANBIMA sugere substituir o termo “igualdade” por “equidade”. Em sua visão, o objetivo da norma deve ser assegurar que os investidores



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

tenham acesso às mesmas informações, porém, a forma de divulgação pode variar dependendo de diferentes intermediários ou mesmo entre os tipos de investidores de uma mesma instituição intermediária.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

Sobre a linguagem passível de ser utilizada nos atos de publicidade da oferta, a Minuta A, dentre outros efeitos, veda que ela implique percepção de (i) ausência de risco e (ii) anuência de reserva ou colocação de ordem.

Em relação ao primeiro ponto, por conta da subjetividade inerente à “percepção” da linguagem, Mattos Filho sugere que se preveja, em substituição ao que consta na Minuta A, a obrigação ativa de indicar a existência de fatores de risco e onde podem ser consultados.

Quanto ao segundo ponto, o participante sugere ajuste para que a vedação se aplique apenas ao uso de linguagem que induza a uma percepção de anuência ou colocação de ordem “puramente tácita”.

Quanto ao uso de linguagem que implique percepção de ausência de risco, a proposta não foi acatada da forma como sugerida pelo participante, porém a CVM modificou a redação do dispositivo, suprimindo a menção à “percepção” e reforçando o objetivo original de não permitir que se induza o investidor a acreditar na ausência de risco associado ao investimento.

Quanto ao comentário sobre anuência tácita de reserva ou colocação de ordem, a sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.3.4.3 Elementos gráficos e não textuais (art. 12, § 3º)

O art. 12, § 3º, trata do uso de tabelas, gráficos, diagramas, imagens e mapas nas comunicações sobre a oferta.

Mattos Filho sugere a eliminação de diversas restrições previstas no dispositivo, como a necessidade (i) de tais elementos serem úteis à compreensão das informações essenciais e (ii) do uso de legendas claras e descrições de hipóteses usadas, dentre outros aspectos. Em síntese, apenas o inciso III do dispositivo, que trata das escalas dos eixos dos gráficos e diagramas, seria mantido.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Na visão do participante, os aprimoramentos trariam clareza, evitariam subjetividades e não barrariam inovações no sentido de tornar os documentos da oferta mais visuais.

Duarte Garcia sugere ajuste para esclarecer que a permissão de uso de elementos gráficos e não textuais é válida, ainda que estes não constem no prospecto.

Na visão da CVM, as disposições sobre o uso de elementos gráficos e não textuais refletem princípios gerais de apresentação de informações aos investidores e não dão margem a incertezas. De todo modo, parte da proposta de redação apresentada por Mattos Filho relativa ao inciso III foi tida como mais apta a propiciar a compreensão da norma e, por esse motivo, foi refletida na versão final da regra.

Em parte, esses ajustes atendem à questão levantada por Duarte Garcia. A CVM concorda com o uso de tabelas, gráficos, diagramas, imagens e mapas que não constem do prospecto, desde que os dados nos quais forem baseados constem do prospecto.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

### 2.3.4.4 Advertências (art. 12, § 4º)

O art. 12, § 4º, dispõe sobre advertências e alertas que o material publicitário deve conter quando vier a ser utilizado. Entre eles, consta a advertência quanto a tratar-se de investimento de risco.

Vidigal Neto propõe esclarecer que o material publicitário só pode ser divulgado após a divulgação do prospecto.

Mattos Filho defende complementar a advertência sobre a existência de riscos, de modo que tal advertência seja feita de maneira compatível com as características do valor mobiliário ofertado. Segundo o participante, o objetivo é cientificar ouvintes e leitores que o investimento em valores mobiliários acarreta riscos que podem variar a depender de suas características.

A limitação de uso do material publicitário é dada pelo **caput** do art. 12, que só permite o uso após o início da oferta a mercado. Adicionalmente, o mesmo art. 12, em seu § 4º, I, já prevê que o material publicitário deve afirmar que o prospecto foi divulgado e onde pode ser obtido. Diante disso, a alteração sugerida por Vidigal Neto não foi considerada necessária.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Quanto à sugestão apresentada por Mattos Filho, a redação indicada tampouco se mostra necessária e pode levar a declarações mais propensas a relativizar a importância dos riscos do que a alertar quanto a sua existência.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

### 2.3.4.5 Entrevistas na mídia (art. 12, sugestões de novos dispositivos)

De acordo com a redação atual do art. 12, entrevistas na mídia somente são permitidas após o início do período de oferta a mercado. Como, nesse e nos demais casos do **caput** do dispositivo, deverá haver observância do § 2º, Mattos Filho entende que não haveria prejuízo se entrevistas e outras comunicações na mídia ocorrerem antes do início do período da oferta a mercado, desde que sejam no curso normal das atividades da emissora, tal como já permitido pela Instrução CVM nº 400, de 2003.

Ainda sobre entrevistas na mídia, B3 inicialmente reitera a sugestão de modificar o marco temporal de término do período de silêncio, permitindo manifestações após o encerramento dos esforços de distribuição. No entanto, na hipótese de a CVM optar por não alterar referido marco temporal, propõe que sejam reavaliados os potenciais efeitos do período de silêncio vis-à-vis a permissão para conceder entrevistas à mídia. Isso porque tais entrevistas, na forma indicada pela Minuta A, estariam sujeitas à observância de termos cujo sentido é incerto (cf. art. 12, § 2º, II e III) e demandariam fidelidade integral a documentos detalhados, como o prospecto – na prática, a insegurança levaria à abstenção de toda e qualquer manifestação na mídia.

Inicialmente, vale observar que o art. 11 já busca dar ao emissor condições para manter comunicações com o mercado sobre o curso normal de suas operações, podendo fazê-lo inclusive por meio de entrevistas, se entender pertinente.

Em relação aos comentários de B3, manifestações do emissor após o processo de precificação podem alterar os preços dos valores mobiliários no mercado e, em decorrência, influir no exercício da opção de compra do lote suplementar, sendo, portanto, necessária sua restrição. Os balizadores do art. 12, § 2º, são os mesmos aplicáveis a todas as comunicações permitidas e não haveria motivo para conceder tratamento mais favorecido a entrevistas na mídia.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.3.5 Locais de divulgação (art. 13)

O art. 13 enumera as páginas na rede mundial de computadores em que as divulgações requeridas pela norma devem ser efetuadas.

ABIPAG sugere limitar a aplicabilidade do dispositivo apenas às ofertas públicas com rito de registro ordinário, com intuito de não gerar um ônus operacional com a divulgação de ofertas que usualmente estão restritas a um público pequeno de investidores.

O objetivo do dispositivo é dar visibilidade à oferta, que é pública, a todos os participantes de mercado, que assim tomarão ciência de que ela está em andamento, mesmo quando são direcionadas a um público-alvo mais restrito.

Essa informação é útil para todos os agentes de mercados e, combinada com os prazos previstos nos arts. 57, § 3º, e 59, § 4º, pode gerar mais oportunidades de acesso às alocações para os investidores, obtenção de melhores preços e taxas para os emissores, bem como aumentar o potencial de negociação secundária.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

Mattos Filho argumenta que a divulgação de informações na página da rede mundial de computadores do emissor, dos coordenadores, das entidades administradoras de mercado organizado e da CVM já atinge o objetivo de ampla divulgação, podendo, desse modo, ser excluída a necessidade de divulgação também pelos acionistas vendedores, o que traria unicamente custos.

O ofertante é previsto como destinatário principal da obrigação, devido a seu papel central na oferta, ainda quando não venha a ser o emissor. Contudo, o art. 13, § 3º, prevê dispensas que permitem acomodar o caso em que o ofertante não tenha página na rede mundial de computadores, hipótese na qual os custos dessa obrigação pelo ofertante de fato seriam mais significativos. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Duarte Garcia sugere alteração para deixar claro que, caso o fundo de investimento possua página distinta do seu administrador, a divulgação deve ser feita em ambas as páginas.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final do dispositivo, que, contudo, foi transferido para o art. 12.

### 2.3.5.1 Dispensas (art. 13, § 3º)

Nos termos do art. 13, § 3º, caso algum dos envolvidos na oferta pública não possua página própria na rede mundial de computadores e sempre que as precauções adotadas pelo ofertante e pela instituição líder forem suficientes para dar ampla publicidade aos prospectos, fica dispensada a divulgação do prospecto por tais envolvidos.

Como, em alguns casos, os acionistas vendedores têm página própria, porém não em português ou destinadas a relações com investidores, Mattos Filho sugere que também nesses casos possa ocorrer a dispensa prevista no dispositivo.

ABRASCA entende que a possibilidade da dispensa da divulgação dos prospectos por parte de alguns envolvidos na oferta deve ser ampliada para os ofertantes que não possuam **website** em português em território brasileiro, a fim de evitar eventuais implicações legais com outros órgãos reguladores de outras jurisdições.

ANBIMA entende que cabe a todos os intermediários de oferta pública, e não apenas ao intermediário líder, a responsabilidade pelo cumprimento das obrigações no contexto de uma oferta. Por isso, propõe alteração na redação do art. 13, § 3º, substituindo a menção à “instituição líder” por todas as “instituições intermediárias”.

Foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra a sugestão de dispensar a divulgação do prospecto quando as páginas dos envolvidos na oferta na rede mundial de computadores estiverem em outros idiomas que não o português.

Também foi acatada e refletida na versão final da regra a proposta de extensão da previsão do comando do art. 13, § 3º, a outras instituições intermediárias integrantes do consórcio de distribuição.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.3.5.2 Dispensa de informações sobre pessoas naturais nos anúncios (art. 13, sugestão de novo parágrafo, atual § 4º)

Mattos Filho propõe que seja dispensada a disponibilização de informações sobre ofertantes pessoas naturais nos anúncios, em linha com o que já é atualmente previsto no item I, “b”, da Deliberação CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.3.6 Envio à SRE de material publicitário (art. 14, parágrafo único)

O art. 14, parágrafo único, prevê que a utilização das comunicações permitidas pelo art. 12 independe de prévia aprovação pela SRE.

Stocche Forbes propõe uma complementação dessa previsão, de modo a contemplar a possibilidade de materiais publicitários serem encaminhados à CVM em até 1 dia útil após a sua utilização, em linha com o posicionamento que vem sendo adotado a partir da Deliberação CVM nº 818, de 30 de abril de 2019. ANCORD se manifesta no mesmo sentido.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra. Entendeu-se, ainda, que o dispositivo deveria ser transferido para o art. 12, por guardar maior pertinência temática com o tema tratado no referido dispositivo, tendo seu texto sido incluído na forma do § 6º.

### 2.3.7 Responsáveis pela publicidade (art. 15)

O art. 15 da Minuta A prevê que ofertante e coordenadores são responsáveis por normas relacionadas à publicidade da oferta.

Para a ANBIMA, cada seção da Minuta A já prevê obrigações específicas de cada participante e o art. 15 não parece acrescentar nenhum comando adicional aos regulados, mas apenas dar ênfase ao que já consta na própria seção. De modo a evitar duplicação de obrigações e, conseqüentemente, facilitar o entendimento do normativo e das regras de mercado, o participante sugere a exclusão do dispositivo.

Outros trechos da norma são preponderantemente voltados aos conceitos, prazos, conteúdo e forma admitida para a publicidade da oferta. O dispositivo em questão complementa tais disposições,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

trazendo maior clareza quanto aos sujeitos responsáveis pelo cumprimento dos deveres estabelecidos na norma. Portanto, a sugestão não foi aceita.

O dispositivo foi ainda complementado com um parágrafo único com o propósito de reforçar a responsabilidade de todos os integrantes do consórcio de distribuição pelas eventuais infrações a que deem causa, afastando assim eventual interpretação de que apenas o ofertante e o coordenador líder poderiam responder por atos relativos à publicidade da oferta.

### 2.3.8 Responsáveis pelo prospecto (art. 16)

O art. 16 contém disposições gerais sobre o prospecto, incluindo, dentre outras, que a informação nele contida deve ser necessária e que o documento é de elaboração conjunta do ofertante com os coordenadores da distribuição.

Mattos Filho sugere (i) excluir a palavra “necessária”, uma vez que ela já estaria coberta pela palavra “suficiente”, e (ii) excluir a palavra “atual”, dado que algumas informações recentes de mercado podem não estar disponíveis para uso.

A menção a uma informação “necessária” busca prevenir informações em excesso, que sobrecarregam o destinatário, sem contribuir para a decisão do investidor e potencialmente ainda comprometendo a capacidade do investidor de dedicar-se aos dados que efetivamente deveriam receber sua atenção. O termo “suficiente” por si só não captura esse atributo que se deseja que a informação tenha, pois a informação em excesso não deixa de ser “suficiente”.

Quanto à expressão “atual”, o termo deve ser entendido dentro de balizas de razoabilidade quanto aos esforços empreendidos para obtenção das informações, não se exigindo que sejam divulgadas informações recentes cuja obtenção e uso são inviáveis. Contudo, a mera existência de informações mais recentes e ainda indisponíveis não pode ser alegada para justificar o uso de outras informações diversas das mais atuais que estejam disponíveis, como o ajuste proposto pelo participante poderia sugerir.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

BNDES entende que o prospecto deve sempre ser um documento do emissor e por ele elaborado, mesmo que o emissor não figure como ofertante na operação, considerando que as principais informações são por ele produzidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Para o participante, a despeito da obrigatoriedade do emissor de prestação das informações necessárias para a condução da oferta, e ainda que o intermediário e o ofertante não emissor adotem a diligência esperada durante a preparação da oferta, o domínio das informações ainda será do emissor, que controlará o fluxo delas aos demais participantes. Como o ofertante usualmente não tem interesse em relacionamento conflituoso com o emissor – dados os riscos que isso acarreta à própria oferta – e como o emissor não possui maior compromisso com a oferta, abre-se espaço para falhas na qualidade e na presteza das comunicações.

Por fim, BNDDES entende ainda que a participação ativa do emissor em ofertas secundárias realizadas por ofertantes não controladores, não apenas com o mero fornecimento de informações, mas mediante a própria elaboração do prospecto e a assunção de responsabilidade por esse documento, deve integrar o conjunto de deveres aos quais o emissor se submete ao ingressar no mercado de valores mobiliários.

Ainda que as justificativas apresentadas pelo participante sejam compreensíveis, elas devem ser sopesadas com a necessidade de limitar os ônus impostos ao emissor por força de uma decisão de alienação de valores mobiliários tomada por terceiros.

O arranjo normativo proposto está em linha com a prática histórica no Brasil e em outros mercados internacionais e já contempla o dever do emissor de disponibilizar informações necessárias, ainda que não sejam públicas, para elaboração do prospecto pelo ofertante.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

B3 aponta que o art. 16 contém uma definição e por isso sugere a realocação desse dispositivo para o art. 2º, XIX, conforme indicado anteriormente neste relatório, com a consequente supressão do art. 16 e a renumeração dos demais dispositivos subsequentes.

O art. 16 não contém mera definição do prospecto; o dispositivo define quem deve elaborar o documento e os atributos da informação que ele deve conter. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.3.9 Conteúdo do prospecto (art. 17)

O art. 17 trata dos tópicos gerais sobre os quais dados e informações devem ser apresentados no prospecto. Entre tais tópicos encontram-se informações sobre terceiros garantidores das obrigações



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

relacionadas com valores mobiliários objeto da oferta, principais fatores de risco e terceiros destinatários dos recursos captados com a oferta.

Para ANBIMA, os itens sobre terceiros garantidores devem ser limitados a garantidores que sejam pessoas jurídicas, uma vez que, usualmente, há dificuldade na obtenção de informações financeiras padronizadas de pessoas físicas e que, em regra, estas estão protegidas por sigilo. Segundo o participante, essa sugestão tem como finalidade evitar a criação de ônus desproporcional ou obrigação impossível de ser cumprida.

O sigilo sobre informações financeiras é estabelecido em benefício do titular dos recursos, logo deixa de ser aplicável quando ele voluntariamente assume o papel de garantidor de determinado negócio jurídico. Adicionalmente, ao não prescrever pormenorizadamente o conteúdo da informação, a norma intencionalmente dá flexibilidade para que os próprios envolvidos modulem o nível de detalhe das informações de modo que a conciliar a preservação de dados pessoais com a viabilidade da oferta. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

ABIPAG comenta que o prospecto deve conter todos os fatores de risco de uma emissão, e não apenas os principais.

Conforme disposto no art. 19, só devem estar indicados no prospecto os fatores de risco que sejam materiais para a tomada de decisão do investidor. A adição de fatores de risco que não sejam materiais para a tomada de decisão acarreta o efeito indesejável de desviar o foco dos maiores riscos. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

BTG entende que as informações a respeito dos “terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta” devem ser obrigatórias apenas nos prospectos de ofertas primárias, pois a divulgação de tal informação nas ofertas secundárias não parece trazer benefício ou ter utilidade para o mercado. ANBIMA apresenta sugestão essencialmente idêntica.

A sugestão de limitação de informações sobre destinatários de recursos aos casos de ofertas primárias foi considerada pertinente e foi refletida na versão final da regra.

ABIPAG argumenta ser necessário esclarecer a abrangência do detalhamento dos terceiros destinatários dos recursos captados com a oferta, na medida em que transações são realizadas com base



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

em princípios de sigilo e confidencialidade, de maneira que determinadas informações não devem ser levadas a público.

A captação de poupança popular por meio de oferta pública impõe obrigações ao emissor, dentre elas a de dar transparência na destinação dos recursos captados, até mesmo para que os investidores – proprietários originais desses recursos – possam decidir se eles efetivamente devem ser destinados ao emissor. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.3.9.1 Diferentes prospectos (art. 17, §§ 1º e 7º)

A Minuta A prevê, em seu art. 17, § 1º, quatro principais tipos de prospectos, associados a anexos específicos, que diferem entre si, em especial, em razão do valor mobiliário sendo ofertado. Em se tratando de oferta de ativos não previstos expressamente na norma, a SRE pode, nos termos do art. 17, § 7º, estabelecer o conteúdo mínimo do respectivo prospecto.

Em relação à hipótese de valores mobiliários não contemplados nas hipóteses elencadas nos incisos do art. 17, § 1º, Vidigal Neto defende que a norma indique a aplicação de um dos demais modelos previstos, em substituição à possibilidade de definição de conteúdo pela SRE.

O mesmo participante comenta ainda que, como o uso de prospecto não é vedado, mesmo para oferta de valores mobiliários destinada a investidores profissionais, seria desejável a inclusão de previsão de que o modelo do Anexo B deva ser utilizado, quando for feita a opção pelo uso de prospecto, em oferta de valor mobiliário de emissor não registrado voltada a investidores profissionais.

O § 7º do dispositivo foi alterado de modo a conter previsão de aplicação do modelo (ou combinação de modelos) cujas características mais se aproximem do valor mobiliário ofertado, sem prejuízo da possibilidade de a SRE estabelecer conteúdo adicional para o respectivo prospecto.

Em relação a ofertas para as quais a elaboração de prospecto não é sequer obrigatória, a CVM não vê necessidade ou pertinência de estabelecer qualquer prescrição pormenorizada quanto ao seu conteúdo quando utilizado de modo facultativo. Contudo, foi inserido um novo § 3º ao art. 9º para esclarecer que, também nesses casos de utilização voluntária de prospecto, as regras gerais sobre a elaboração de prospecto, contidas na Seção III do Capítulo III, devem ser observadas.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em relação às cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC, a Minuta A prevê o uso do modelo correspondente ao Anexo D, também aplicável a valores mobiliários representativos de operações de securitização.

ANBIMA sugere que a Minuta A contenha um anexo específico para os FIDC, pois, apesar de se tratar de instrumento de securitização, tais fundos contam com inúmeras características que os afastam na prática de mercado dos certificados de recebíveis do agronegócio, certificados de recebíveis imobiliários ou debêntures de securitização.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.3.9.2 Características da oferta (art. 17, § 3º)

Nos termos da Minuta A, o prospecto deve conter uma seção de principais características da oferta com número máximo de 15 páginas de formato A4, quando impressa.

ABRASCA sugere uma maior flexibilidade desse critério de limitação e a consideração de outros critérios, que não o número de páginas do documento, tais como indicação das informações que devam estar descritas no sumário da oferta, ainda que de forma resumida.

Em benefício da acessibilidade e compreensibilidade das informações, a CVM entende ser importante que esta seção específica do prospecto seja um resumo sucinto, sem o detalhamento de questões ligadas ao emissor ou à oferta que, ainda que relevantes, podem ser exploradas em maior profundidade em outros trechos do documento. A limitação de número de páginas foi a forma encontrada para trazer maior efetividade ao dever de elaboração de informações concisas e objetivas.

Adicionalmente, vale observar que os anexos contêm a descrição dos itens que devem constar como “principais características da oferta” e que a abordagem seguida quanto a esse tópico baseou-se na adotada pela ESMA, sendo, portanto, praticada em outros mercados internacionais.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.3.9.3 Obrigações do emissor (art. 17, § 4º)

O art. 17, § 4º, da Minuta A trata do fornecimento de informações do emissor ao ofertante, no caso de oferta pública secundária, bem como do correspondente ressarcimento ao emissor pelos custos incorridos com a coleta, elaboração, preparação e entrega de informações.

Mattos Filho entende que eventual solicitação de reembolso de custos deveria ser uma faculdade do emissor.

ANBIMA sugere ajuste de redação, com a repetição da expressão “no âmbito de oferta secundária” no trecho do dispositivo que trata do ressarcimento de custos, para não deixar qualquer dúvida de que é desse tipo de oferta que se trata, tanto no fornecimento de informações quanto no ressarcimento de custos.

No mesmo sentido e em complemento a sua proposta anterior sobre a transferência de obrigações do ofertante ao emissor no âmbito de ofertas secundárias, BNDES sugere deslocar a obrigação da elaboração do prospecto para o emissor.

Os custos incorridos no interesse de um ofertante em particular não devem, em princípio, ser compartilhados com todos os demais investidores, inclusive à luz do que dispõe a Lei nº 6.404, de 1976, no caso de sociedades anônimas. Dessa forma, optou-se pela manutenção na regra do comando de ressarcimento de custos e, quando houver, situações excepcionais poderão ser avaliadas caso a caso.

O ajuste de redação sugerido por ANBIMA não foi considerado necessário, pois a redação proposta na Minuta A já transmite de modo suficientemente claro a interpretação defendida pelo participante.

Por fim, em linha com posicionamento já manifestado neste relatório, os deveres de elaboração de prospecto não foram transferidos do ofertante para o emissor no caso de ofertas secundárias.

Desse modo, as sugestões não foram acolhidas.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.3.9.4 Informações adicionais (art. 17, § 5º)

A Minuta A prevê que a SRE pode exigir do ofertante e do emissor (quando este não for o ofertante) informações adicionais que julgar adequadas, inclusive para fins de divulgação no prospecto.

ABIPAG propõe a inclusão de referência ao art. 2º, XV, “b” e “c”, para definição dos casos em que o emissor não seja ofertante. Além disso, sugere que as informações relativas aos ofertantes, quando não são emissores, possam ser exigidas apenas se relevantes para a oferta ou para o mercado, ou, ainda, se forem fundamentais para a descrição do emissor.

No mesmo sentido e em complemento a sua proposta anterior sobre a transferência de obrigações do ofertante ao emissor no âmbito de ofertas secundárias, BNDES sugere que o dispositivo em questão refira-se somente ao emissor.

A referência sugerida por ABIPAG não foi considerada necessária para compreensão do dispositivo em questão. Tampouco foi identificada a necessidade das ressalvas propostas quanto a eventuais informações adicionais, uma vez que o dispositivo já prevê que as informações demandadas têm por finalidade a análise e compreensão do prospecto pelos destinatários da oferta. Adicionalmente, a norma também determina que as informações do prospecto sejam necessárias e relevantes, de modo que quaisquer exigências concretas adicionais da SRE já deverão ser orientadas por essas características.

Por fim, em linha com posicionamento já manifestado neste relatório, os deveres de elaboração de prospecto não foram transferidos do ofertante para o emissor no caso de ofertas secundárias, logo a sugestão apresentada por BNDES resta prejudicada.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.3.9.5 Quantidade de valores mobiliários ofertados (art. 17, § 6º)

O art. 17, § 6º, trata da necessidade de indicação no prospecto da quantidade adicional de valores mobiliários ofertados, caso haja previsão de aumento dessa quantidade, assim como dos valores mobiliários que podem vir a ser distribuídos por força de opção de distribuição de lote suplementar.

ABIPAG busca simplificar a redação do dispositivo, com referência apenas à “quantidade máxima” de valores mobiliários adicionais, que seria aplicável tanto a hipóteses de aumento dos valores mobiliários ofertados quanto à distribuição de lote suplementar.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra, com pequenas diferenças de redação.

### 2.3.9.6 Dever de cooperação do ofertante (art. 17, parágrafo novo)

Em complemento a sua proposta de transferir obrigações de elaboração de prospecto ao emissor mesmo no caso de ofertas secundárias, BNDES sugere a criação de um novo parágrafo prevendo o dever de colaboração do ofertante com o emissor, fornecendo-lhe todos os dados que não sejam de conhecimento deste emissor ou dos coordenadores.

A análise da proposta resta prejudicada em razão da decisão de não transferir a obrigação de elaboração de prospecto ao emissor nas hipóteses indicadas pelo participante, conforme comentado anteriormente.

### 2.3.9.7 Dispensa de prospecto em função de informações na rede mundial de computadores (art. 17, parágrafo novo)

ABRASCA sugere que a obrigatoriedade de elaboração do prospecto seja dispensada caso a oferta tenha endereço na rede mundial de computadores, em língua portuguesa, que contenha todas as informações exigidas no prospecto, de modo semelhante ao que ocorre atualmente em ofertas de cotas de fundos de índice regidas pela Instrução da CVM nº 359, de 2002.

A norma almeja trazer ao prospecto uma organização padronizada, de modo a facilitar a comparabilidade e a busca de informações pelo investidor. Assim, é importante que as informações estejam concentradas em local preestabelecido e sigam a ordem prescrita. A manutenção de informações dispersas em páginas na rede mundial de computadores comprometeria esses objetivos.

Adicionalmente, especificamente em relação ao paralelo que o participante buscou estabelecer ao citar a Instrução CVM nº 359, de 2002, vale ressaltar que fundos de índice se assemelham estruturalmente a fundos abertos, sob um regime continuado de distribuição de cotas de sua emissão, diferindo, portanto, do esforço concentrado de venda que é característico das ofertas públicas objeto da Minuta A.

Portanto, a sugestão não foi aceita.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.3.9.8 Cumprimento das condições do prospecto (art. 17, novo parágrafo 9º)

Em suas atividades de supervisão, a SRE identificou situações de descumprimento, após o encerramento da oferta, de condições que haviam sido especificadas no prospecto.

Buscando mitigar o risco de recorrência de situações similares no futuro e prevenir dúvidas sobre a possibilidade de responsabilização administrativa caso elas venham a ocorrer, um novo parágrafo foi acrescentado ao art. 17, reforçando a necessidade de observância a condições previstas no prospecto mesmo após o encerramento da oferta.

### 2.3.10 Organização do prospecto (art. 18, § 1º)

A Minuta A prevê em seu art. 18 que o prospecto deve ser apresentado em ordem preestabelecida nos respectivos anexos e que as seções e subseções neles indicadas não podem ser suprimidas, alteradas, renomeadas ou reordenadas.

Considerando os objetivos pretendidos pela CVM de simplificar e dar maior flexibilidade para os emissores na elaboração dos documentos relacionados às ofertas públicas, Stocche Forbes sugere excluir o parágrafo que estabelece que as seções e subseções elencadas nas minutas dos prospectos não podem ser suprimidas, alteradas, renomeadas, ou ter sua ordem alterada.

Conforme observado anteriormente, a norma almeja trazer ao prospecto uma organização padronizada, de modo a facilitar a comparabilidade e a busca de informações pelo investidor. Na visão da Autarquia, esses benefícios compensam a perda de flexibilidade acarretada. Portanto, a sugestão não foi atendida.

### 2.3.11 Fatores de risco (art. 19)

Como os fatores de risco relacionados ao emissor já estão contemplados no formulário de referência, quando disponível, Mattos Filho propõe dispensar sua apresentação no prospecto.

A indicação de fatores de risco relacionados à oferta e não ao emissor pode não ser bem compreendida pelos destinatários do prospecto, que podem ser levados à interpretação de que aqueles seriam todos os fatores de risco relevantes. Tendo em vista este aspecto e, ainda, a natureza singular dos fatores de risco para a decisão de investimento, considerou-se que a repetição se justifica neste caso.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.3.11.1 Avaliação de materialidade (art. 19, § 2º)

O art. 19, § 2º, da Minuta A atribui ao ofertante o dever de avaliar a materialidade dos fatores de risco com base em critérios de probabilidade de ocorrência e de magnitude do impacto negativo, caso concretizado.

ANBIMA alega não existirem critérios objetivos, passíveis de verificação, para determinar probabilidades estimadas. O participante entende que uma redação alternativa, sem o termo “critérios”, preservaria a essência do comando regulatório e traduziria mais apropriadamente o exercício de diligência de todas as partes envolvidas na preparação dos documentos de oferta.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.3.11.2 Escala de risco (art. 19, §§ 3º e 4º)

Nos termos do art. 19, § 3º, da Minuta A, deve ser descrito como cada fator de risco pode afetar o emissor, o valor mobiliário e o terceiro garantidor, sendo aceito que a materialidade seja expressa em escala qualitativa de risco baixo, médio e alto.

Mattos Filho sugere excluir o trecho relativo à escala qualitativa de materialidade, pois, em sua opinião, há considerável dificuldade em realizar uma gradação adequada quanto à probabilidade do risco. O participante comenta, ainda, que esta gradação não é requerida por outros reguladores de mercado de valores mobiliários, tendo em vista depender de um julgamento subjetivo que vai contra a obrigação de prestar informações verdadeiras, corretas e consistentes. Por fim, argumenta que o que a norma busca endereçar já está coberto pelo § 2º do mesmo art. 19.

BTG também defende a exclusão do trecho. O participante pondera que, apesar de o uso da escala de materialidade ser uma faculdade do ofertante, seu uso pode levar à formação de padrão de mercado e gerar expectativas nos investidores. Ademais, como não há fatores de risco irrisórios ou irrelevantes no prospecto, a classificação de um risco como baixo poderia gerar uma falsa percepção nos investidores, no sentido de que ele não seria importante para a tomada de decisão sobre o investimento no ativo ofertado.

No mesmo sentido, ANBIMA enxerga que a sugestão da Minuta A de prever uma escala gradativa para os riscos elencados traz dúvidas quanto a seus reais benefícios. Isso porque todos os



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

fatores de risco incluídos no documento da oferta devem ser materiais, levando a classificação dos fatores de risco a naturalmente convergir no patamar “alto”, ou, de outra forma, não estariam lá listados.

Também em linha com os demais participantes, ABRASCA expressa preocupações com insegurança jurídica e risco legal e regulatório por força de eventual responsabilização no caso de materialização de eventos de riscos, em especial nos casos em que tenha sido classificado como baixo.

O mesmo participante entende ainda que a classificação de riscos proposta dá margem à inclusão no prospecto de mitigadores de risco, contrariando orientações atuais do Ofício Circular SRE nº 1, de 2021, e do Código ANBIMA para Ofertas Públicas. Neste sentido, sugere que não se permita avaliação da relevância de fatores de risco relativos ao emissor, com a exclusão também do art. 19, § 4º, que prevê que os fatores de risco devem ser dispostos em ordem decrescente quanto à sua materialidade.

A enumeração de fatores de risco sem qualquer gradação pode submeter o investidor a um conjunto de informações abrangente, porém de difícil interpretação e análise crítica para a tomada de decisão. O uso de escalas mitiga esse aspecto indesejável e está em consonância com normas de outras jurisdições, podendo-se citar como exemplo o art. 16 do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017<sup>6</sup>.

A CVM compartilha a interpretação de que o risco baixo não deve ser confundido com um risco irrelevante. “Baixo” ou “alto” nesse contexto foram termos inseridos no pressuposto de serem interpretados à luz do conjunto total de fatores de risco que o emissor avaliou que devem ser incluídos no prospecto e que, portanto, não podem ser irrelevantes, já que o prospecto deve conter informações úteis aos investidores.

A despeito de tais nuances, a possibilidade de leitura equivocada por parte dos investidores das escalas adotadas na regra não justifica a supressão de qualquer tentativa de gradação dos riscos. De

<sup>6</sup> O referido dispositivo prevê “(...) Ao elaborar o prospeto, o emitente, o oferente ou a pessoa que solicita a admissão à negociação num mercado regulamentado, avalia a relevância dos fatores de risco com base na probabilidade da sua ocorrência e na dimensão prevista do seu impacto negativo.

Cada fator de risco deve ser descrito de forma adequada, explicando-se de que modo afeta o emitente ou os valores mobiliários que estão a ser oferecidos ou de que modo afeta a sua admissão à negociação. A avaliação da relevância dos fatores de risco, prevista no segundo parágrafo, também pode ser divulgada, utilizando uma escala qualitativa de três níveis — risco baixo, médio ou elevado.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

todo modo, para realçar o elemento gradativo da escala, optou-se pelo uso dos termos “menor, médio e maior”, que remetem mais intuitivamente a uma avaliação relativa, e não absoluta, de riscos.

### 2.3.12 Prospecto preliminar (art. 20)

O art. 20 da Minuta A prevê que o prospecto preliminar atenda todas as condições do prospecto definitivo, exceto no que tange ao número do registro e à indicação do preço ou taxa de remuneração.

ANCORD entende que essa limitação parece incompatível com o caráter dinâmico da vida dos emissores e da própria oferta, pois entre a divulgação dos prospectos preliminar e definitivo, a empresa permanece em atividade contínua, mantendo suas operações que podem, inclusive, contemplar empréstimos, amortizações de dívidas e outras que possam ter efeito sobre a oferta. A alteração do prospecto para contemplar tais eventos é, na visão do participante, plenamente razoável.

O prospecto preliminar é o documento com as informações necessárias disponível ao investidor para efetuar sua reserva na oferta. Nesse sentido, ele não pode ser uma minuta do prospecto, ainda que possa e deva ser atualizado sempre que necessário.

Desse modo, não se espera que o emissor mantenha suas atividades estagnadas à espera da conclusão da oferta, porém, surgindo operação relativa aos seus negócios com efeitos potenciais na oferta e que antes não estava prevista no prospecto preliminar, é necessária a atualização desse documento, com o consequente reconhecimento de modificação da oferta nos termos dos art. 67 e 69.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

#### 2.3.12.1 Hipóteses de utilização do prospecto preliminar (art. 20, § 2º)

O art. 20, § 2º, enumera hipóteses em que o prospecto preliminar deve ser utilizado, ou seja, nos casos em que haja previsão de: recebimento de reservas, procedimento de precificação ou utilização de material publicitário.

Vidigal Neto sugere redação pela qual, em qualquer das hipóteses abordadas no dispositivo, o prospecto preliminar só deveria ser usado quando a divulgação do prospecto for exigida. O participante também defende afastar a vinculação entre material publicitário e divulgação do prospecto preliminar



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

nesse dispositivo, em linha com sua sugestão ao art. 12, § 4º, que permitiria o uso de material publicitário somente após a divulgação do prospecto, preliminar ou definitivo.

Mattos Filho sugere esclarecer que a utilização do prospecto preliminar deve ocorrer anteriormente à concessão do registro da oferta pela CVM, conforme orientações já contidas no Ofício Circular SRE nº 1, de 2021.

A sugestão de Vidigal Neto que associa o prospecto preliminar à necessidade de divulgação de prospecto foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra, embora com redação distinta da originalmente proposta.

A segunda sugestão do participante não foi acolhida. Embora seu efeito seja similar ao da regra contida na Minuta A, a supressão da menção expressa ao uso de material publicitário nesse dispositivo, como uma das hipóteses que determina a necessidade do uso de prospecto preliminar, foi considerada prejudicial à clareza e à compreensibilidade da regra.

A sugestão de Mattos Filho foi parcialmente aceita, tendo sido prevista a utilização de prospecto preliminar até a divulgação do anúncio de início, em linha com a previsão do Ofício Circular SRE nº 1, de 2021, segundo a qual o prospecto definitivo não deve ser disponibilizado enquanto não for disponibilizado o anúncio de início.

### 2.3.12.2 Avisos do prospecto preliminar (art. 20, § 3º)

O art. 20, § 3º, trata dos avisos que devem constar na capa do prospecto preliminar. Entre eles, encontra-se o aviso de que os pedidos de reserva são irrevogáveis.

ANBIMA e Mattos Filho sugerem ajustes de redação para refletir sugestões que fizeram em outros tópicos caso venham a ser aceitas. Nesse sentido, a menção aos anexos seria ajustada para englobar o novo modelo de Anexo E, aplicável a FIDC, e a referência ao local de disponibilização do prospecto definitivo passaria a indicar a página do emissor (e não do ofertante) na rede mundial de computadores.

A versão final do dispositivo reflete o único ajuste necessário em função de outras sugestões acatadas à Minuta A e, assim, o § 3º passa a referir-se ao novo anexo E.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Mattos Filho sugere ajustar a redação do dispositivo sobre a irrevogabilidade dos pedidos de reserva, com a inclusão de ressalva para as hipóteses previstas no próprio prospecto, para fins de padronização ao longo do documento, tendo em vista a existência de possibilidades de revogação.

O texto original sobre o caráter irrevogável do pedido de reserva foi mantido.

Além de mitigar a importância do alerta ao investidor, a ressalva ao conteúdo do prospecto na forma sugerida poderia dar a entender que o prospecto seria capaz de afastar hipóteses de revogabilidade que a norma indica como inafastáveis, como, por exemplo, no caso de modificação de oferta (art. 67).

Portanto, a proposta não foi acolhida.

### 2.3.12.3 Inclusão de informações adicionais (art. 20, sugestão de novo parágrafo)

De modo a aumentar a segurança jurídica dos emissores, ABRASCA propõe prever na norma que a simples inclusão de informação adicional nos termos do art. 21 não deve ser entendida como uma modificação da oferta.

O art. 21 indica as ações a serem executadas caso ocorra divulgação de informações relevantes e distintas das constantes do prospecto. A análise da relevância da informação adicional para fins de caracterização de modificação da oferta, assim como a análise da relevância dessa informação para a possível caracterização de fato novo e seus impactos sobre o rito de análise, é uma questão relacionada, porém independente, que deve ser examinada caso a caso.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.3.13 Informações não contidas no prospecto (art. 21)

O art. 21 indica as ações a serem executadas pelo ofertante e pela instituição líder caso ocorra divulgação de informações relevantes e distintas das constantes do prospecto. São admitidas, como hipóteses alternativas, (i) a inclusão das novas informações no prospecto preliminar ou definitivo, se já divulgado; ou (ii) se a elaboração do prospecto for dispensada, a divulgação da informação a todos os investidores aos quais a oferta é dirigida.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ANBIMA entende que as instituições intermediárias só deveriam ser obrigadas a tomar tais medidas se e quando tomarem ciência de tais fatos; caso contrário, este artigo não deveria ser a elas aplicável. Ademais, o participante pondera que a referida obrigação é comum a todas as instituições intermediárias que formem o consórcio de distribuição e não apenas à instituição líder.

Independentemente de previsão expressa nesse sentido, a norma não impõe deveres a agentes em decorrência de fatos que tais agentes não tenham meios razoáveis para conhecer. Assim, a extensão dos deveres de instituições intermediárias no contexto indicado pelo participante deve ser examinada à luz das circunstâncias em cada caso concreto.

Em relação à inclusão de informações no prospecto, tal obrigação está centrada no ofertante e no coordenador líder tendo em vista a responsabilidade diferenciada que lhes cabe no tocante à elaboração do documento e as informações sobre a oferta em geral, nos termos do art. 24.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

Mattos Filho sugere a inclusão de uma terceira possibilidade: deixar de incluir a informação no prospecto, caso ela já esteja descrita em informações periódicas ou sejam informações públicas, disponíveis ao público investidor em geral.

A adoção das medidas de que trata o art. 21 já pressupõe que as informações fornecidas não sejam públicas, logo não estejam incluídas no prospecto, ainda que por referência a outros documentos, como o formulário de referência do emissor, por exemplo.

Por esse motivo, o ajuste sugerido pelo participante não foi considerado necessário. Além disso, sua aceitação seria capaz de levar a uma interpretação segundo a qual uma informação relevante poderia deixar de ser mencionada no prospecto apenas por estar informalmente acessível a eventuais interessados que se disponham a buscá-la, o que não é o propósito da norma.

### 2.3.14 Suspensão por imprecisão ou mudança relevante (art. 22)

O art. 22 trata da suspensão da distribuição, pelo ofertante e pela instituição líder, por imprecisões ou mudanças relevantes de informações contidas no prospecto definitivo.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ANBIMA sugere deixar claro que a suspensão da oferta pode ocorrer até que seja encerrada a oferta. Ademais, entende que a obrigação de suspender a distribuição é comum a todas as instituições intermediárias e não apenas à instituição líder.

Quanto ao aspecto temporal comentado pelo participante, a redação foi ajustada para deixar claro que o artigo abarca imprecisões ou mudanças relevantes de informações no prospecto verificadas durante o período de distribuição.

Em relação ao dever de promover a imediatamente a suspensão da distribuição, foi feita a opção de concentrá-lo no coordenador líder, entendendo-se que esse dever abrange, inclusive, a coordenação da suspensão com todos os integrantes do consórcio de distribuição.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

Mattos Filho propõe que, em ofertas com registro automático, havendo imprecisões ou mudanças relevantes de informações contidas no prospecto definitivo, o ofertante e a instituição líder tenham o dever de atualizar os documentos, sem que seja necessária suspensão prévia da oferta.

A suspensão de que trata o dispositivo afeta a oferta em estágio posterior à concessão do registro, sendo, portanto, indiferente o rito de registro que tenha sido observado. Ademais, a suspensão é necessária para prevenir decisões de investimento tomadas com base em informações sabidamente equivocadas, anteriores à adoção das medidas corretivas previstas no dispositivo.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.3.15 Lâmina da oferta (art. 23)

A Minuta A propõe a criação da lâmina da oferta, documento que não possui correspondente na regulamentação ora vigente de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Stocche Forbes propõe a exclusão da lâmina da oferta, com a transferência de partes das informações nela previstas para o prospecto, nas seções de sumário e de cronograma estimado da oferta. Na visão do participante, a iniciativa da CVM de padronização das principais informações das ofertas na forma de um novo documento gera obrigação e esforços adicionais aos emissores que poderiam ser facilmente evitadas mediante a otimização de documentos já existentes. Além disso, a mudança poderia



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ter um efeito contrário ao pretendido, ao levar os investidores, já familiarizados com a documentação hoje existente, a ter de verificar mais um documento.

Em sentido similar, Mattos Filho questiona a real necessidade de mais um documento obrigatório. O participante pondera que a seção do prospecto denominada “principais características da oferta” deveria cobrir os objetivos da lâmina e, nesse sentido, apenas um deles deveria ser obrigatório.

A lâmina foi estruturada como um documento de síntese de informações e por isso mais conciso não só na comparação com a íntegra do prospecto, como também quando comparado apenas com a seção de “principais características da oferta”. Além disso, os tópicos cobertos pela lâmina não se limitam àqueles abarcados por tal seção do prospecto, como se nota pela leitura dos Anexos A a E da norma.

Em relação à sugestão de integração do conteúdo da lâmina a outras seções do prospecto, tal medida comprometeria um dos objetivos centrais da criação do documento, que é precisamente mantê-lo apartado de um documento que costuma ter centenas de páginas, o que por si só desestimula a consulta por parte do público em geral. Adicionalmente, a consolidação das informações no prospecto, em diferentes seções, faria com que as informações-chave fossem de mais difícil localização dentro do documento para investidores menos familiarizados com sua estrutura, repetindo o mesmo tipo de deficiência atualmente existente e que a norma busca remediar.

Por fim, a lâmina se mostra ainda mais pertinente no cenário de aumento recente do número de pessoas naturais investindo em valores mobiliários e no contexto das demais medidas que fazem parte da presente reforma e que ampliam o público ao qual ofertas podem ser dirigidas. Dessa forma, considerou-se que a lâmina é uma contrapartida modesta ao movimento de flexibilização que caracteriza a nova regra e de modo algum o esvazia.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

### 2.3.15.1 Obrigatoriedade da lâmina (art. 23, § 1º)

Nos termos do art. 23, § 1º, a lâmina não é obrigatória quando a elaboração de prospecto for dispensada.

Cepeda havia sugerido a dispensa de prospecto em ofertas destinadas a investidores qualificados e em determinadas hipóteses de ofertas subsequentes de fundos fechados. Contudo,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

entende que, para esses casos, a lâmina poderia permanecer obrigatória, de modo a fornecer aos investidores informações mínimas e relevantes, sem a necessidade de elaboração de prospecto.

No mesmo sentido, ABIPAG sugere que, caso a CVM entenda que a oferta pública a investidor qualificado exige um nível superior de prestação de informações em comparação ao investidor profissional, que a lâmina seja considerada para fins dessa prestação de informação adicional. Dessa forma, o investidor qualificado seria tratado de maneira intermediária em relação aos documentos da oferta, em correspondência à categoria intermediária de investidor que representa.

Como já comentado anteriormente, a exigência de prospecto em ofertas públicas destinadas a investidores qualificados foi mantida, dado que não se espera que esse tipo de investidor seja capaz de obter diretamente dos ofertantes e emissores as informações que se exige que constem no prospecto.

Adicionalmente, é importante ressaltar que a lâmina sintetiza dados e facilita o primeiro contato do investidor com a oferta e sua comparação com outras ofertas. No entanto, as informações completas e necessárias para a decisão permanecem no prospecto e isso inclusive é o que permite que a lâmina tenha o formato sucinto que a norma lhe confere. O uso da lâmina em substituição ao prospecto não se mostra coerente com esses pressupostos.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

### 2.3.15.2 Utilidade das informações da lâmina (art. 23, § 2º, I)

A Minuta A prevê que a lâmina deve ser útil para fins da decisão de investimento.

Mattos Filho entende que a expressão “ser útil” é subjetiva, uma vez que investidores podem ter perfis diferentes e, portanto, precisar de mais ou menos informações para tomar decisões. Sua proposta é prever que a lâmina deve “conter informações úteis para fins da decisão de investimento”.

A sugestão do participante não foi acolhida por não inovar substancialmente em relação à redação original, que já é empregada em outras normas editadas pela CVM.

### 2.3.15.3 Fatores de risco na lâmina (art. 23, §§ 4º e 5º)

A lâmina deve listar os 5 principais fatores de risco, em ordem decrescente de materialidade, com base em critérios de probabilidade de ocorrência e de magnitude do impacto negativo, caso



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

concretizado. A materialidade deve ser expressa em escala qualitativa de risco baixo, médio e alto, quando requerido nos anexos da norma que contêm os modelos específicos de lâmina.

ANBIMA reproduz em relação à lâmina observações similares às que havia apresentado a respeito da descrição de risco no prospecto. Assim, sugere excluir (i) a menção a “critérios”, por entender que não há critérios objetivos para determinar probabilidades estimadas; (ii) a gradação de riscos, dado que todos os riscos indicados serão materiais, ou não estariam lá indicados; e (iii) a necessidade de apresentação de materialidade dos fatores de risco em escala qualitativa.

Da mesma forma, consistentemente com seu comentário sobre a descrição de fatores de risco no prospecto, Mattos Filho também sugere a exclusão da necessidade de exprimir os riscos em escala qualitativa. Pela redação indicada em sua proposta, a materialidade dos fatores de risco seria indicada no formulário de referência e incorporada à lâmina por referência.

O ajuste sugerido referente ao critério de probabilidade de ocorrência do risco foi aceito e refletido na versão final da regra.

No tocante à descrição da materialidade e à gradação dos fatores de risco, a mera enumeração de possíveis eventos adversos pode submeter o investidor a um conjunto de informações abrangente, porém de difícil interpretação e análise crítica para a tomada de decisão. O uso de escalas mitiga esse aspecto indesejável e está em consonância com normas de outras jurisdições. Por motivos já anteriormente descritos neste relatório, optou-se pelo uso dos termos “menor, médio ou maior”, para traduzir o caráter gradativo da classificação de riscos.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

### 2.3.16 Atualidade das informações fornecidas durante a oferta (art. 24)

O art. 24 novamente menciona que as informações fornecidas ao mercado durante a oferta pública devem ser atuais.

Em linha com manifestação anterior sobre tópico relacionado, Mattos Filho sugere excluir as palavras “atualidade” e “atual”, uma vez que algumas informações recentes de mercado podem não estar disponíveis para uso e isso pode criar insegurança às companhias e às instituições intermediárias.

ABRASCA considera o termo “atual” muito vago e impreciso, podendo não necessariamente melhorar o grau de informações dos investidores.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Como observado anteriormente, o termo “atual” deve ser entendido dentro de balizas de razoabilidade quanto aos esforços empreendidos para obtenção das informações, não se exigindo que sejam divulgadas informações recentes cuja obtenção e uso são inviáveis. Contudo, a mera existência de informações mais recentes e ainda indisponíveis não pode ser alegada para justificar o uso de outras informações diversas das mais atuais que as circunstâncias permitam, logo é importante que o termo permaneça presente na norma.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.3.17 Responsabilidades da instituição líder (art. 24, § 1º)

Cascione Pulino Boulos comenta que a imposição às instituições intermediárias do pesado encargo de assegurar a suficiência, veracidade, precisão, consistência e atualidade das informações eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro do emissor na CVM e, quando aplicável, as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, implicará elevado custo regulatório para as ofertas.

Os deveres previstos na regra para o coordenador líder são similares àqueles hoje contidos na Instrução CVM nº 400, de 2003, e condizentes com seu papel no processo de distribuição.

Em linha com sugestões anteriores sobre tópicos relacionadas, ANBIMA propõe que os deveres atribuídos por esse dispositivo à instituição líder sejam exigíveis de todas as instituições intermediárias.

O dispositivo trata do dever de tomar cautelas e agir com diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante são suficientes, verdadeiras, precisas, consistentes e atuais. Essa verificação abrange não apenas documentos da oferta, mas também informações integrantes de documentos periódicos e de estudo de viabilidade. Assim, diante do alcance desse dever e da diligência com que se espera que seja executado, sua extensão a todos os intermediários mostra-se de viabilidade duvidosa e, no mínimo, representaria substancial elevação dos custos regulatórios.

Ademais, embora a CVM possa investigar e punir intermediários específicos que cometam infrações no contexto da oferta, as atividades de **enforcement** da Autarquia diante da disseminação de informações indevidas contam com maior efetividade quando as responsabilidades estão concentradas e



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

delimitadas com clareza em torno de um único ponto focal do que quando estão dispersas entre vários agentes.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

ABRASCA levanta a possibilidade de diferenciação do grau de responsabilização dos emissores, ofertantes e coordenadores, conforme o tipo de oferta, público-alvo e rito de registro, de modo similar ao verificado nos Estados Unidos da América. A esse respeito, destaca que nesse país o padrão de responsabilidade e diligência dos coordenadores é mais elevado em ofertas registradas perante a **Securities and Exchange Commission**, ao passo em que, nas colocações privadas e não registradas, esse padrão é mais reduzido, requerendo comprovação de conhecimento efetivo ou presumido de informação inverídica ou omissão relevante.

A jurisprudência da CVM a respeito de padrões de revisão de conduta e responsabilização de intermediários de ofertas ainda é composta por poucos casos concretos e não indica claramente a necessidade de estabelecer tal diferenciação de níveis de responsabilidade ou os parâmetros em que ela deveria se pautar. O tema demanda maior amadurecimento antes de possivelmente ser incorporado em norma.

Ademais, é oportuno relembrar que ofertas privadas de valores mobiliários estão fora do escopo da regra e da competência legal da CVM.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

BNDES reitera neste ponto sugestões relacionadas a sua proposta anterior de transferir a obrigação de produção do prospecto do ofertante para o emissor.

A análise da sugestão resta prejudicada pela rejeição da proposta anterior sobre a responsabilidade do emissor quanto à elaboração do prospecto em ofertas secundárias.

### 2.3.18 Guarda de documentos (art. 24, § 3º)

A documentação comprobatória da diligência da instituição líder e do ofertante deve ser mantida à disposição da CVM, nos termos do art. 24, § 3º, da Minuta A.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Mattos Filho recomenda a exclusão desse dispositivo. O participante aponta que a diligência legal realizada pelos coordenadores ocorre com base em informações fornecidas pelo emissor em **data room** virtual que é desfeito assim que a oferta é concluída, uma vez que possui custo elevado. Dessa forma, prossegue o participante, manter tais documentos à disposição da CVM por prazo indeterminado trará um custo excessivo para os coordenadores da oferta.

A documentação comprobatória da realização de diligência deve ser guardada para possibilitar supervisão posterior. Todavia, em atenção à questão levantada na argumentação do participante, foi previsto, no art. 83, XV, o prazo de 5 anos para guarda da documentação.

### 2.4 Ritos e procedimentos

#### 2.4.1 Emissores não registrados (art. 25, § 2º)

A Minuta A prevê que ofertas públicas de emissores não registrados na CVM devem ser destinadas apenas a investidores profissionais.

Mattos Filho, Chediak Advogados GCB sugerem estender essa possibilidade também a investidores qualificados. Mattos Filho ressalta que investidores de valores mobiliários representativos de dívida podem prescindir das informações constantes em um formulário de referência para tomar sua decisão de investimento.

Chediak Advogados salienta que o procedimento de registro de emissor visa garantir que informações sejam disponibilizadas a investidores, porém, tratando-se da relação entre ofertantes e investidores qualificados, a necessidade de proteção em razão de assimetria informacional é reduzida, de maneira que não se justifica que tais investidores estejam sujeitos à mesma vedação aplicada a investidores de varejo.

GCB comenta que o tratamento mais restritivo a investidores qualificados representaria apenas uma burocracia disfuncional, dadas as similitudes entre essa categoria de investidores e os investidores profissionais, nos termos da Instrução CVM nº 539, de 2013.

Conforme registrado anteriormente neste relatório, investidores profissionais e qualificados guardam, na prática, diferenças substanciais entre si, razão pela qual foram criadas categorias distintas e submetidos a regimes regulatórios também distintos. Frise-se, ainda, que a oferta pública voltada a





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

investidores não profissionais de valores mobiliários emitidos por emissores não registrados não é permitida mesmo sob o regime da Instrução CVM nº 476, de 2009.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Mattos Filho propõe a inclusão de novo parágrafo ao art. 25, de forma a permitir que ofertas de classes ou séries de um mesmo fundo de investimento possam ser realizadas simultaneamente, considerando que, apesar de integrarem um só fundo, as classes de cotas são valores mobiliários que possuem características distintas. A oferta concomitante de diferentes classes, na visão do participante, permitiria uma captação de recursos com melhor aproveitamento de janelas de oportunidade para diferentes tipos de investidores e arrecadação de valores junto a investidores de diferentes perfis.

Não existe na norma dispositivo que impeça a oferta simultânea de classes ou séries de cotas de um mesmo fundo de investimento. Não se considerou necessário o acréscimo de parágrafo específico para abordar essa hipótese em especial, mesmo porque o tópico não possui relação direta com o objeto do art. 25 e, nesse sentido, poderia comprometer a compreensibilidade e a coesão lógica da regra.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.4.2 Rito automático (art. 26)

#### 2.4.2.1 Oferta inicial de ações e debêntures (art. 26, proposta de novo inciso)

A Minuta A prevê a aplicação do rito de registro automático de distribuição a ofertas públicas iniciais de ações somente quando o requerimento for previamente analisado por entidade autorreguladora autorizada pela CVM.

Mattos Filho sugere a aplicação do rito de registro automático para os casos de ofertas públicas iniciais de ações e debêntures destinadas unicamente a investidores profissionais, independentemente de prévia análise da CVM ou de entidade autorreguladora autorizada. O participante ressalta que os emissores que viriam a se beneficiar de tal mudança já serão companhias abertas e terão as autorizações necessárias da bolsa de valores para negociação dos valores mobiliários de sua emissão. Para tais casos, considera que seria benéfico preservar a flexibilidade hoje existente para ofertas públicas iniciais sem a análise prévia indicada na Minuta A.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Emissores que não possuam valores mobiliários em circulação não sofrem o mesmo escrutínio por parte dos analistas de mercado ou da própria CVM, na comparação com os demais emissores. O acompanhamento desses emissores se intensifica justamente com a realização de uma oferta pública inicial, que é um evento único, de grande exposição e impacto sobre o mercado.

Assim, dado esse caráter singular da oferta pública inicial – em especial, a oferta de ações e valores mobiliários a elas equiparados –, a aplicação do rito de registro ordinário a essas ofertas se mostra justificada.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

Ainda a propósito desse tópico, para que aplicação do rito de registro automático a ofertas públicas iniciais de ações pudesse ser aproveitada em toda a sua potencialidade, deveria existir um rito análogo de concessão de registro automático de emissor de valores mobiliários mediante análise de entidade autorreguladora.

Apesar de reconhecer esse fato, não se vislumbram perspectivas de curto prazo de firmar convênio ou acordo de cooperação com entidade autorreguladora para essa finalidade. Consequentemente, o rito automático de registro de ofertas estará, por ora, restrito aos casos em que a sociedade já tenha previamente obtido seu registro como emissor de valores mobiliários. Nesse sentido, o art. 26, I, foi ajustado para abarcar apenas as ofertas iniciais de emissores já registrados.

### 2.4.2.2 Oferta inicial de cotas de fundo fechado (art. 26, VI)

O art. 26, VI, trata da aplicação do rito de registro automático à distribuição inicial de cotas de fundo de investimento fechado não exclusivo.

ANFIDC e Vidigal Neto propõem alterações que se referem a classes de cotas, em linha com a estrutura de divisão dos fundos de investimento prevista na minuta de regra objeto da Audiência Pública SDM nº 8/20.

As sugestões não foram consideradas necessárias. Outros valores mobiliários também são passíveis de divisão em classes, como ações, por exemplo, e a norma tampouco se refere a classes de ações, exceto quando o contexto assim o requer, o que não impede a oferta de classes de tais valores mobiliários. A mesma abordagem foi seguida em relação a cotas de fundos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Cepeda sugere que o dispositivo se refira aos “fundos não restritos”, em substituição aos “fundos não exclusivos”, adaptando assim a norma à sugestão que o participante já havia feito em relação ao art. 8º, I, que trata da não aplicação da norma a ofertas de cotas de fundos exclusivos.

A análise da contribuição resta prejudicada em razão da rejeição da sugestão relativa ao art. 8º, I, pelas razões já apresentadas anteriormente.

Freitas Leite sugere conceder ao ofertante a prerrogativa de escolher se pretende seguir com a oferta mediante o registro (com taxa de fiscalização a qual pode representar custo significativo para a operação), ou com a oferta dispensada de registro (com as já conhecidas limitações previstas na Instrução CVM nº 476, de 2009, mas sem taxa de fiscalização).

Inicialmente, cabe observar que a Lei nº 14.137, de 29 de março de 2022, posterior ao início da Audiência Pública, prevê incidência da taxa de fiscalização para ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários ainda que dispensadas de registro, tornando prejudicado, em parte, o comentário. Ademais, não se espera que a dinâmica de registro automático apresentada na norma seja mais onerosa, do ponto de vista do custo regulatório administrativo, que a observância dos procedimentos previstos na Instrução CVM nº 476, de 2009.

Portanto, a proposta não foi acolhida.

### 2.4.2.3 Oferta subsequente de cotas de fundos fechados (art. 26, VII)

O art. 26, VII, trata da aplicação do rito de registro automático à oferta subsequente de cotas de fundo de investimento fechado destinada ao público investidor em geral. O uso desse rito é possível, exceto se tiver havido mudança na política de investimento ou ampliação de público-alvo desde a última oferta registrada.

ANFIDC e Vidigal Neto propõem alterações que se referem a classes de cotas, em linha com a estrutura de divisão dos fundos de investimento prevista na minuta de regra objeto da Audiência Pública SDM nº 8/20.

Como mencionado anteriormente, não foi considerado necessário adotar uma redação que se refira especificamente a classes de cotas, o que não obsta a oferta de tais valores mobiliários e o seu enquadramento no rito em questão.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Cepeda entende que a ressalva relacionada à ampliação de público-alvo parece não se mostrar necessária, uma vez que, já sendo destinada ao público investidor em geral, não haveria ampliação do público-alvo.

A exceção prevista no dispositivo trata de fundos cuja última oferta de cotas de sua emissão tinha público-alvo mais restrito do que na oferta atual, isto é, houve oferta anterior com público-alvo formado por investidores qualificados ou profissionais e, na atual oferta, busca-se o público investidor em geral. Portanto, a sugestão não foi aceita.

ANBIMA propõe ajuste que condiciona a oferta subsequente de distribuição de cotas de fundos fechados sob o rito automático a uma de duas possibilidades: (i) ter sido realizada anteriormente uma oferta objeto de rito ordinário destinada ao público em geral; ou (ii) as cotas já estarem sendo negociadas pelo público em geral. A proposta preserva as ressalvas da Minuta A relativas à mudança de política de investimento e ampliação de público-alvo.

A redação sugerida pelo participante parece buscar viabilizar ofertas de cotas pelo rito de registro automático para o público investidor em geral no cenário específico em que cotas do mesmo fundo tenham anteriormente sido ofertadas pelo rito automático, para investidores qualificados, mas já tenha se passado o prazo necessário para que elas possam ser negociadas em mercado secundário pelo público investidor em geral.

Entretanto, o fato de um valor mobiliário já ser negociado pelo público em geral não mitiga por completo preocupações que possam decorrer de uma nova oferta desses mesmos valores mobiliários. Ainda nesses casos, é importante que os valores mobiliários sejam detidos por um período mínimo pelo público que justifica o rito de registro automático adotado.

### 2.4.2.4 Oferta de títulos de securitização (art. 26, VIII)

O art. 26, VIII, trata da aplicação do rito de registro automático aos títulos de securitização emitidos por securitizadoras registradas na CVM.

Em linha com a regra geral da Minuta A, o rito automático é possível no caso de ofertas destinadas a investidores profissionais e qualificados, observadas as limitações à negociação em mercado secundário, sendo também possível quando as ofertas são destinadas ao público em geral, mas neste



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

último caso desde que o requerimento tenha sido analisado por entidade autorreguladora autorizada pela CVM.

Mattos Filho sugere a criação de nova possibilidade para uso do rito automático de registro em ofertas de títulos de securitização voltadas para o público investidor em geral: as reaberturas de séries de títulos objeto de oferta pública anterior destinada a esse mesmo público.

A sugestão se relaciona com os casos de ofertas recorrentes de certificados de recebíveis que têm como lastro títulos e valores mobiliários emitidos por uma única sociedade (e.g. debêntures), que são por vezes companhias com registro de emissor de valores mobiliários. Para o participante, tais ofertas deveriam ter o benefício de reabertura com registro automático, uma vez que são títulos conhecidos e dispersos nos mercados.

ANBIMA pondera que títulos de securitização que possuem lastro de devedor único e que tenham como devedor empresas com características de EFRF ou EGEM se assemelham a títulos de dívida emitidos diretamente por esse mesmo devedor.

Por esse motivo, o participante sugere que nesses casos também seja possível a utilização do rito de registro automático nas ofertas voltadas ao público investidor em geral, em linha com a previsão da alínea “b” do inciso IV do mesmo dispositivo, que trata das debêntures simples de EFRF. Isso manteria a consistência da norma, dada a semelhança dos riscos envolvidos em ambas as situações e permitiria que diversos CRI e CRA existentes no mercado e emitidos com essas características se beneficiassem de estrutura de emissão mais simples e com menos custos.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na versão final da regra.

### 2.4.2.5 Oferta de debêntures incentivadas de infraestrutura (art. 26, IX)

O art. 26, IX, trata da aplicação do rito de registro automático a debêntures emitidas por sociedades de propósito específico (“SPE”) e relacionadas à captação de recursos com vistas a implementar projetos de investimento na área de infraestrutura e similares, de acordo com requisitos de que trata de incentivos tributários a tais títulos. Um dos requisitos para que o rito de registro automático seja possível é que a oferta seja destinada apenas a investidores qualificados.

Mattos Filho entende que, se houver elaboração de prospecto e lâmina, qualquer companhia fechada deveria poder acessar diretamente investidores qualificados. A prerrogativa em questão não deveria estar restrita a SPE vinculadas a projetos prioritários, pois as flexibilizações da norma devem ser



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

pautadas pela adequada divulgação de informações e não há indicação de que as SPE tenham melhor risco corporativo do que qualquer outra sociedade operacional fechada.

No mesmo sentido, ABRASCA entende recomendável estender a possibilidade de realização de ofertas públicas pelo rito de registro automático a ofertas públicas de debêntures que não sejam enquadradas na Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, uma vez que investidores qualificados possuem uma maior compreensão dos riscos inerentes de tais ofertas.

Como já observado anteriormente, a CVM entende que ofertas de valores mobiliários emitidos por emissores não registrados devem, em regra, ser direcionadas apenas a investidores profissionais.

As debêntures de que trata o art. 26, IX, são um caso excepcional, que se distingue das debêntures de companhias fechadas em geral por dois principais aspectos.

O primeiro é que as ofertas de debêntures enquadradas na Lei nº 12.431, de 2011, contam com incentivos tributários que pressupõem prévia análise específica do Poder Público sobre o projeto envolvido e que impactam o fluxo de caixa dos ativos ofertados. O segundo, e mais importante, é que essas ofertas envolvem a implementação de política pública, na qual a participação do investidor pessoa natural é um elemento central, de modo que a restrição do público-alvo a investidores profissionais poderia levar a que tal política pública fosse frustrada ou substancialmente esvaziada.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

Já ANBIMA sugere que a previsão do dispositivo em questão alcance não apenas as SPEs, mas também todos os tipos de pessoa jurídica previstos nos §§ 1º-A e 1º-B do art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011: concessionárias, permissionárias, autorizatárias ou arrendatárias, constituídas sob a forma de sociedade por ações, bem como as controladoras de tais pessoas jurídicas.

O dispositivo em questão representa uma exceção à regra de que ofertas de valores mobiliários emitidos por emissores não registrados devem ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais.

Essa exceção se mostra pertinente em relação a emissores constituídos como SPE, dado que a obtenção e a manutenção do registro de emissor nesses casos seriam de menor valor para os



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

investidores. Isso deixa de ser verdadeiro nas hipóteses em que o emissor já possui histórico operacional ou exerce outras atividades, que estão mais próximas do cenário para o qual a regra geral foi construída.

Vale frisar que, com a obtenção do registro de emissor, a oferta do valor mobiliário também pode se beneficiar do rito automático de registro, nas hipóteses do inciso V deste mesmo artigo, além de os valores mobiliários poderem vir a ser negociados em mercado secundário por outros investidores após o decurso dos períodos de restrição previstos no art. 86, II.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.4.2.6 Oferta de contrato de investimento coletivo (art. 26, proposta de novo inciso)

Mercado Bitcoin pondera que as ofertas de contratos de investimento coletivo (CIC) só podem ocorrer por meio da Instrução CVM nº 400, de 2003, que considera complexa, ou dentro dos limites impostos pela Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017. Para o participante, seria relevante a inclusão de hipótese de aplicação do rito de registro automático a esses casos, em moldes similares aos aplicáveis a ofertas de outros valores mobiliários contemplados nos incisos do art. 26.

Ofertas públicas de contratos de investimento coletivo diferem substancialmente entre si a depender das particularidades dos contratos em questão e do tipo de emissor, o que envolve, usualmente, elevados graus de complexidade.

A ausência de um padrão para esse tipo de oferta faz com que seja necessária a observância do rito ordinário de registro de oferta pública, de modo a permitir uma análise mais detida do caso concreto.

Por outro lado, em se tratando de emissor não registrado, cabe ressaltar que é possível a utilização do rito automático de distribuição quando se tratar de títulos de dívida, sendo a oferta obrigatoriamente destinada a investidores profissionais (art. 25, § 2º).

Portanto, a sugestão não foi acolhida.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.4.2.7 Oferta oriunda de processo de tecnologia de registro distribuído (art. 26, proposta de novo inciso)

Assumindo um cenário de rejeição à sua proposta referente ao art. 8º, de inaplicabilidade da regra a ofertas oriundas de processos de tecnologia de registro distribuído, Mercado Bitcoin sugere que tal sugestão poderia ser incorporada alternativamente ao art. 26, na forma de hipótese de aplicabilidade de rito automático de registro para tais ofertas.

O rito seria aplicável a ofertas que recorressem a tal tecnologia, em relação a valores mobiliários emitidos por EFRF ou EGEM e direcionadas apenas a investidores profissionais.

Ainda em relação a esse tópico, LAB propõe estabelecer um rito de reconhecimento mútuo para ofertas com emissores estrangeiros aplicável aos valores mobiliários digitais, com o objetivo de contemplar, entre as modalidades de registro automático, as ofertas de emissores estrangeiros constituídas em tecnologia de registro distribuído, quando ofertadas publicamente para brasileiros.

O conteúdo da norma é determinado a partir dos mandatos legais a cargo da CVM, como o funcionamento eficiente do mercado de capitais e a proteção ao investidor. A norma busca manter-se neutra em relação a tecnologias específicas adotadas pelos participantes do mercado, na medida em que não comprometam o cumprimento de tais mandatos legais.

No caso da tecnologia de registro distribuído em particular, a despeito de seus potenciais impactos sobre a escrituração, o registro e a custódia de valores mobiliários, ela não altera o risco ou a complexidade do próprio ativo ofertado. Desse modo, não há justificativa para diferenciar, em relação à necessidade de análise prévia por parte da CVM, ofertas que envolvam DLT de outras ofertas.

Adicionalmente, investidores profissionais já têm acesso a um amplo conjunto de ofertas às quais se aplica o rito automático de registro, independentemente da tecnologia empregada.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.4.2.8 Oferta de natureza híbrida (art. 26, proposta de novo inciso)

LAB propõe a previsão de hipótese de rito de registro automático para as ofertas de natureza híbrida, para conferir celeridade e redução de custo necessário para estimular as ofertas desse tipo. Para





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

tanto, determinadas condições deveriam estar presentes, como, por exemplo, o compromisso de que o capital concessional e doações representem ao menos 10% do valor total da oferta.

Como comentado anteriormente, a proposta envolve a aplicação do rito automático a um tipo de oferta pública não em função de parâmetros objetivos, como valor mobiliário ofertado ou público-alvo, mas de características do projeto financiado (de caráter social, ambiental etc.) e de parâmetros de mercado (as condições da oferta deveriam ser inferiores às que prevalecem no mercado).

Para tanto, caberia à CVM validar se os projetos estão vinculados aos fins alegados, se eles promovem o desenvolvimento econômico, social, ambiental etc. e se os termos da oferta contemplam características inferiores em relação a outras opções disponíveis no mercado. Tais questões compõem o mérito da decisão de investimento e, portanto, não devem ser objeto de exame pela CVM, mas pelos próprios investidores.

Adicionalmente, ainda que a oferta pública atenda aos requisitos indicados pelo participante, ela não necessariamente representa um menor risco ao processo de tomada de decisão pelos investidores não qualificados, que é o que justifica o rito de registro automático e a consequente ausência de análise prévia pelo regulador. De fato, pela peculiaridade da oferta, é provável que fosse necessária uma análise ainda mais detida das informações divulgadas no contexto da oferta.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.4.2.9 Observações aplicáveis às hipóteses de oferta (art. 26, parágrafo único, atual § 1º)

O art. 26, parágrafo único, trata de medidas que devem ser aplicadas às ofertas sujeitas ao rito automático de registro e, dentre elas, encontra-se a divulgação de alertas na capa do prospecto e na lâmina da oferta.

Considerando que algumas ofertas não exigem a elaboração de prospecto, ANBIMA sugere a inclusão do trecho “conforme aplicável” para esclarecer eventuais dúvidas que possam surgir em relação ao tema.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra, embora com redação ligeiramente distinta da proposta.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.4.3 Requerimento de registro automático (art. 27)

#### 2.4.3.1 Documentos necessários em ofertas a investidores profissionais (art. 27, I)

O art. 27 trata de documentos e condições exigidos para requerimento e concessão do registro da oferta pública sob o rito automático. O inciso I deste dispositivo trata especificamente do caso em que o público-alvo da oferta é formado por investidores profissionais; nessa hipótese, não são exigidos, dentre outros, o prospecto e a lâmina.

Em linha com suas manifestações sobre o tópico apresentadas a propósito de outros artigos da Minuta A, GCB, ABCD, ABIPAG e ABRASCA entendem que o tratamento previsto no art. 27, I, deveria ser estendido também a investidores qualificados.

Conforme já registrado anteriormente, a distinção feita neste artigo sobre a disponibilidade de documentos da oferta exclusivas para investidores profissionais não é determinada primordialmente pela capacidade de compreensão das características dos produtos ofertados, mas pela sua capacidade efetiva de obter acesso às informações que julguem necessárias para decidir sobre a oferta. A expertise de análise de informações é inútil se as informações não estiverem disponíveis. Sob esse prisma, a CVM enxerga uma distinção substancial entre investidores profissionais e qualificados.

Portanto, as sugestões não foram atendidas.

Uma das condições para o registro da oferta é o pagamento da taxa de fiscalização, nos termos da Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989.

Mattos Filho pondera que as ofertas públicas de distribuição que sigam o rito automático não serão analisadas previamente por esta CVM e não demandarão uso de recursos, tornando inadequado o pagamento de taxa de fiscalização. Com o intuito de não onerar injustificadamente os participantes do mercado e afastar o acesso de emissores e ofertantes do mercado de capitais, o participante sugere isentar tais ofertas das taxas ou prever que seu montante considere os fatores descritos no item 2.3 do Edital de Audiência Pública.

ABCD entende que requerer o pagamento de taxa de fiscalização para ofertas sujeitas ao registro automático gerará grande desincentivo à captação de recursos no mercado de capitais por meio de tais ofertas, em especial considerando emissores de menor porte, e pode, inclusive, ser contrária aos



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

objetivos da CVM de ampliar o número de emissores e incentivar o crescimento do mercado de capitais brasileiro. Assim, o participante propõe a exclusão do art. 27, I, “a”.

ABIPAG compartilha a mesma observação sobre potenciais efeitos sobre o mercado de capitais e propõe que, em razão da natureza legal da taxa e do implemento do fato gerador com o registro da oferta, a oneração dos agentes deveria ser evitada por meio de não sujeição a registro de ofertas para as quais a Minuta A prevê a aplicação do rito automático. Alternativamente, sugere que tais ofertas estejam sujeitas a alíquotas inferiores às aplicáveis ao rito de registro ordinário, nas quais há uma real demanda de análise por parte da CVM.

Na mesma direção, ABRASCA sugere a isenção das taxas de registro para as ofertas com rito automático de registro, uma vez que não haverá a análise de documentação pelos analistas da CVM. Alternativamente, defende que as ofertas sujeitas ao registro automático sejam dispensadas de registro, tal qual como ocorre atualmente na regulamentação vigente, não sendo aplicável, então, qualquer taxa de registro.

Stocche Forbes e ANFIDC ecoam argumentos similares em relação a taxas de fiscalização e o rito de registro automático. O primeiro ressalta a ausência de dispêndio de tempo na análise prévia de documentação, o que justificaria que a CVM atuasse para uma mudança legal de redução da taxa. O segundo enfatiza o potencial impacto negativo em ofertas de cotas de FIDC, para as quais um custo adicional de 0,64% seria significativo a ponto de representar desincentivo ao acesso ao mercado de capitais. Crowdinvest e ABFintechs levantam o mesmo tipo de dificuldade, porém em relação a emissores pequenos e médios.

Inicialmente, é oportuno frisar que o fato gerador da taxa é o poder de polícia da CVM, que pode tanto ser exercido previamente ao registro, no caso do rito ordinário, quanto em momento posterior ao registro, quando a CVM atuará nos termos de sua supervisão por demanda ou baseada em risco. Desse modo, é incorreto alegar que nos casos citados não haverá utilização de recursos da Autarquia.

Além disto, com a edição da Medida Provisória nº 1.072, de 2021, posteriormente convertida na Lei nº 14.317, de 2022, e dos correspondentes ajustes na Instrução CVM nº 476, de 2009, ofertas dispensadas de registro passaram a estar sujeitas à incidência de taxa de fiscalização, o que esvazia o argumento de que a dispensa de registro deveria ser concedida como forma de mitigar ônus sobre as ofertas para as quais se prevê aplicação do rito de registro automático.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

No que tange aos pleitos de concessão de isenção dessa taxa, a matéria em questão está sujeita a reserva de lei e, dentro do arcabouço legal vigente e das competências da CVM nele previstas, não seria sequer possível que a Autarquia editasse ato normativo concedendo tal isenção.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.4.3.2 Documentos necessários em ofertas ao público em geral (art. 27, II)

O art. 27, II, trata de documentos e condições necessários para requerimento e concessão do registro da oferta pública sob o rito automático quando o público-alvo da oferta é formado por investidores que não são profissionais. Nessa hipótese, são exigidos, dentre outros, o prospecto e a lâmina.

Freitas Leite observa que a atual redação do art. 22 da Instrução CVM nº 555, de 2014, prevê o registro automático da oferta para investidores qualificados sem a necessidade da elaboração de prospecto ou lâmina. O participante sugere que seja mantido tal procedimento e não o proposto na Minuta A.

Adicionalmente, tendo em vista que na minuta de norma objeto da Audiência Pública SDM nº 8/20, nos termos do art. 70, II, do Anexo I, é prevista a possibilidade de o regulamento do fundo “dispensar, na distribuição de cotas de classes fechadas, a elaboração de prospecto e a publicação de anúncio de início e de encerramento de distribuição”, Freitas Leite solicita revisão da Minuta A para se alinhar a estes casos.

Em linha com sugestão anterior ao art. 9º, relativa a dispensa de prospecto em oferta de cotas de fundos fechados a investidores qualificados, ANFIDC sugere adaptar o art. 27, II, “b”, para que o dispositivo deixe de se referir ao prospecto em tais casos.

ABIPAG também entende que o prospecto e a lâmina não sejam exigidos nestes casos, porém levanta a possibilidade de a CVM, caso entenda que a oferta pública a investidor qualificado exige um nível superior de prestação de informações em comparação ao investidor profissional, considere a lâmina para fins dessa prestação de informação adicional. Assim, o investidor qualificado seria tratado de modo intermediário entre o público em geral e o investidor profissional.

Conforme já registrado anteriormente, a distinção feita neste artigo sobre a disponibilidade de documentos da oferta exclusiva para investidores profissionais não é determinada pela capacidade de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

compreensão das características dos produtos ofertados, mas pela sua capacidade efetiva de obter acesso às informações que julguem necessárias para decidir sobre a oferta. A expertise de análise de informações não é útil se as informações não estiverem disponíveis. Sob esse prisma, a CVM enxerga uma distinção substancial entre investidores profissionais e qualificados.

Quanto às referências a outras normas, no tocante ao prospecto e à lâmina, a presente regra busca organizar sistemicamente o regime de ofertas públicas e, nesse sentido, a expectativa é que outras normas em revisão venham a se alinhar às diretrizes da regra ora editada, ressalvada a possibilidade excepcional de circunstâncias particulares justificarem o tratamento diferenciado.

Contudo, especificamente no caso de ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados envolvendo cotas de fundos fechados regidos atualmente pela Instrução CVM nº 555, de 2014, avaliou-se que a ausência de prospecto e de lâmina não representaria prejuízo à tomada de decisão dos investidores e, portanto, poderia ser admitida, parcialmente em linha com sugestões dos participantes Freitas Leite e ANFIDC.

No que diz respeito à sugestão de exigir apenas a lâmina em determinadas ofertas, isto é, sem a necessidade de apresentação de um prospecto, como já observado, a lâmina sintetiza dados e facilita o primeiro contato do investidor com a oferta e sua comparação com outras ofertas. No entanto, as informações completas e necessárias para a decisão permanecem no prospecto e isso inclusive é o que permite que a lâmina tenha o formato sucinto que a norma lhe confere. O uso da lâmina em substituição ao prospecto não se mostra coerente com esses pressupostos.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

### 2.4.3.3 Requerimento de registro na pendência de informações (art. 27, § 1º, atual § 2º)

A Minuta A admite que o requerimento de registro seja realizado na pendência de documentos, aditamentos e informações, desde que relacionados à definição do preço ou remuneração do valor mobiliário.

Mattos Filho sugere uma nova hipótese em que o requerimento seja realizado na pendência de documentos, aditamentos e informações: as situações em que os dados ausentes sejam exclusivamente relacionados a questões comerciais que não afetem a análise da SRE e os direitos dos minoritários.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Para justificar a sugestão, o participante aponta que os contratos de distribuição, de empréstimo e de estabilização são assinados na data da precificação, que ocorre no dia antes da concessão do registro da oferta pela CVM. Assim, outros documentos podem não estar em versão final, e não somente os documentos que vinculem a informação do preço ou remuneração do valor mobiliário.

O art. 27 trata do requerimento de registro automático, no qual os contratos referidos pelo participante não são submetidos à CVM, devendo somente permanecer à disposição para eventual consulta posterior. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

O art. 27, § 1º, trata da pendência de informações sobre preço ou remuneração dos valores mobiliários ofertados, mas não menciona o volume.

Cascione Pulino Boulos, ANBIMA e BTG notam essa ausência e, assumindo que não tenha sido a intenção da CVM deixar de abarcar a prática amplamente adotada de definição de volume no procedimento de **bookbuilding**, sugerem que ela seja contemplada expressamente na norma.

ANBIMA também sugere que os dados omissos possam envolver outros aspectos não materiais. O participante destaca que (i) o art. 41 da Minuta A já prevê que o prospecto deve ser completo, sem lacunas em aspectos materiais; e (ii) o art. 28 da Minuta A já traz hipótese de apresentação de fato novo. Assim, o acréscimo envolveria apenas um alinhamento de redação entre dispositivos.

Muito embora seja possível a utilização de "**bookbuilding**" de quantidade, a CVM lembra que mesmo nesses casos o protocolo inicial tem que informar a quantidade da oferta base no montante previsto para a captação que orientou a decisão pela realização da oferta, podendo a quantidade final variar a depender do **bookbuilding**. Mesmo em ofertas sob a dinâmica de "vasos comunicantes", a quantidade total é informada e o que pode variar é a alocação a cada série.

Sobre a omissão de outros aspectos não materiais, em ofertas que seguem o rito de registro automático, a apresentação de fato novo não deve ser recorrente, mas sim uma exceção, que inclusive pode levar a suspensão da oferta. Assim, como regra, informações constantes do requerimento de registro não relacionadas exclusivamente à definição do preço ou remuneração, devem ser as definitivas.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.4.3.4 Documentos mantidos à disposição (art. 27, § 3º, atual § 4º)

O art. 27, § 3º, enumera documentos que devem ser mantidos pela instituição líder à disposição da CVM.

Stocche Forbes solicita que se esclareça se os documentos listados deverão ser enviados à CVM em qualquer caso ou apenas quando solicitados pela CVM.

Os documentos definidos no § 4º devem ser mantidos pelo coordenador líder e somente devem ser enviados à CVM se solicitados no contexto de um processo de supervisão posterior. A redação original já foi considerada suficientemente clara nesse sentido.

Em linha com outras modificações sugeridas na norma neste mesmo sentido, ANBIMA propõe deslocar a obrigação da “instituição líder” para as “instituições intermediárias”.

A extensão a todos os intermediários da obrigação de manutenção de documentos à disposição da CVM aumenta os custos totais de observância. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Quanto aos documentos específicos que devem ser mantidos à disposição da CVM, destacam-se: (i) o documento da deliberação sobre a aprovação da emissão ou distribuição dos valores mobiliários tomada pelos órgãos societários competentes do ofertante e das decisões administrativas exigíveis, bem como a documentação de suporte para as referidas deliberações; e (ii) contrato de distribuição de valores mobiliários assinado, do qual deve constar, entre outras, obrigatoriamente, as cláusulas relacionadas no Anexo I a esta Resolução, e respectivos termos de adesão.

ANBIMA comenta que, em seu entendimento, o termo “decisões administrativas” se refere a eventuais autorizações prévias necessárias para a emissão do valor mobiliário, mas não sugere qualquer alteração na redação da Minuta A. Quanto à “documentação de suporte para a deliberação”, o participante defende sua exclusão por entender que ela não traz nenhum benefício para o processo e aumenta custos de observância, já que a deliberação pode ser baseada em inúmeros documentos.

BTG sugere excluir do rol de documentos a serem mantidos a disposição da CVM os termos de adesão ao contrato de distribuição, por considerar que tais documentos não têm informações que possam impactar a decisão de investimento no ativo ofertado ou que possam interessar para fins de supervisão das ofertas. ANBIMA argumenta no mesmo sentido.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A documentação de suporte para a deliberação compreende apenas os documentos necessários para que se possa compreender integralmente a própria deliberação e, nesse sentido, são documentos que ordinariamente já terão sido produzidos pelo ofertante. Note-se que tal exigência já consta na Instrução CVM nº 400, de 2003, e continua a fazer parte do material a ser analisado pela SRE nas ofertas sujeitos ao rito ordinário de distribuição (art. 29, III).

Em relação aos termos de adesão, embora não impactem decisões de investimento, tais documentos servem para comprovar a regularidade da contratação dos intermediários.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

**2.4.3.5 Condições adicionais para recebimento de reservas, coleta de intenções de investimento e início da distribuição (art. 27, § 4º, atual § 5º)**

**2.4.3.5.1 Obrigações de arquivamento de informações periódicas (art. 27, § 4º, I, atual § 5º, I)**

Uma das condições a serem satisfeitas para fins de recebimento de reservas, coleta de intenções de investimento e início da distribuição é o emissor registrado estar em conformidade com os prazos de arquivamento de informações periódicas.

ANBIMA propõe ajuste na redação para esclarecer que, em qualquer caso, se as obrigações periódicas forem cumpridas sem que exista qualquer prejuízo ao mercado, a condição de que trata o art. 27, § 4º, I, deveria ser entendida como satisfeita, independentemente de as obrigações terem sido cumpridas de forma intempestiva.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

O ajuste também reflete a necessidade de não apenas os prazos, mas o conteúdo das informações entregues, esteja em conformidade com as regras vigentes. Adicionalmente, vale notar que o dispositivo foi alterado ainda para fins de harmonização de sua redação com a da Resolução CVM nº 80, de 2022.

**2.4.3.5.2 Obrigações dos mercados regulamentados (art. 27, § 4º, III, atual § 5º, III)**

Outra condição a ser observada para fins de recebimento de reservas, coleta de intenções de investimento e início da distribuição é que as entidades administradoras de mercados organizados em





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que os valores mobiliários sejam admitidos à negociação: (i) firmem e deem publicidade à declaração para a realização da distribuição por meio de rito de registro automático; e (ii) adotem procedimentos preestabelecidos para garantir às restrições à negociação exigidas pela norma.

Mercado Bitcoin sugere que o dispositivo não contemple apenas entidades administradoras de mercados organizados, mas também as plataformas de negociação que vierem a ser definidas como tal pela regulamentação específica.

O participante considera a mudança relacionada à viabilização de novos modelos de infraestruturas de mercado e, a esse respeito, registra que novas plataformas de negociação de criptoativos podem e devem ser reguladas. O participante comenta ainda que, caso se admitam ofertas públicas por meio da tecnologia de livros de registros distribuídos, certamente haverá interesse na regulamentação de eventuais mercados secundários de ativos assim ofertados.

A sugestão está relacionada às características e funções de entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários e, como tal, não se insere no escopo da presente Audiência Pública.

B3 considera que a norma não deve se referir ao dever da entidade administradora de mercado organizado em firmar e dar publicidade à declaração de autorização da distribuição. Em vez disso, a norma deve mencionar diretamente o dever do emissor de obter a referida autorização. Esse ajuste, segundo o participante, visa garantir o enquadramento das condições da distribuição frente aos normativos e requisitos operacionais das entidades administradoras de mercados organizados.

A CVM concorda que é dever do emissor obter a autorização para a realização da distribuição junto às entidades administradoras de mercados organizados, o que inclusive é um pressuposto para que a declaração referida no dispositivo em questão seja firmada. Contudo, após concedida esta autorização, as entidades administradoras devem dar a publicidade requerida na alínea “a” e adotar os procedimentos previstos na alínea “b”, ambas do art. 27, § 4º. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

B3 entende que deve ser suprimido o dever das entidades administradoras de mercados organizados em adotar procedimentos para garantir as restrições à negociação exigidas pela norma.

Para o participante, os dados dos investidores, entre os quais sua qualificação, assim como o dever de **suitability**, cabem aos custodiantes e intermediários. Dessa forma, B3 entende que os



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

procedimentos para garantir as restrições à negociação trazidas nesta norma devem permanecer com o intermediário, conforme estabelecido no art. 86 da Minuta A.

O participante esclarece ainda que o controle realizado atualmente pela entidade administradora, no âmbito de plano de trabalho firmado em 2020 referente a ofertas realizadas por meio da atual Instrução CVM nº 476, de 2009, aplica-se a vedação à negociação em geral dos valores mobiliários por determinado período e, portanto, não alcança a identificação da categoria do investidor final.

O dispositivo não tem por finalidade transferir à entidade administradora de mercados organizados obrigações que, de fato, cabem precipuamente a outros agentes. No entanto, dada a posição da entidade administradora de mercado no tocante à identificação de valores mobiliários sujeitos a restrições, bem como o benefício econômico que auferir com a realização de negócios em seus ambientes, é razoável que lhe caiba um papel auxiliar para a efetividade das restrições previstas na norma.

Nesse sentido, o dispositivo foi mantido com ajustes de redação. Cabe destacar que a própria B3 já adotou providências no sentido de dar transparência para os prazos de **lock-up** relacionados à possibilidade de investimento por investidores não qualificados por meio da divulgação de tabela em seu sítio eletrônico.

Após a edição da Resolução, a CVM acompanhará a eficácia da forma de divulgação atual e avaliará a necessidade de adoção de medidas adicionais, como o estabelecimento de códigos de negociação diferenciados, dentre outras possíveis.

### 2.4.3.6 Análise por entidade autorreguladora (art. 27, § 6º, atual § 7º)

#### 2.4.3.6.1 Documentos necessários (art. 27, § 6º, I, atual § 7º, I)

O art. 27, § 6º, I, se refere aos documentos que devem acompanhar o requerimento de registro a ser analisado por entidade autorreguladora. Nesse contexto, menciona que os documentos devem estar de acordo com o público-alvo da oferta e com o rito de registro de distribuição.

B3 sugere ajuste de redação, com a supressão da referência ao rito de registro de distribuição, tendo em vista que a análise prévia por entidade autorreguladora se aplica exclusivamente ao rito automático de registro.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.4.3.7 Divulgação do requerimento (art. 27, § 8º, atual § 9º)

O art. 27, § 8º, trata do dever do ofertante em divulgar que protocolou pedido de análise prévia para registro de oferta pública de distribuição na entidade reguladora.

B3 sugere a inclusão no dispositivo de uma ressalva ao art. 34, que trata da análise reservada por entidade autorreguladora, harmonizando assim ambos os dispositivos. ANBIMA faz sugestão similar, com a inclusão de referências cruzadas entre ambos os dispositivos.

ABIPAG defende a exclusão da obrigação de divulgação em questão, dada a exigência de período de silêncio em momento anterior ao protocolo do requerimento de registro da oferta junto à CVM ou à entidade autorreguladora.

O ajuste sugerido por B3 e ANBIMA foi considerado pertinente e foi refletido na versão final da regra.

Em relação à sugestão de ABIPAG, o comando do § 8º refere-se à divulgação do ato de protocolo do pedido de registro. Esta divulgação só pode acontecer depois do pedido ter sido efetuado, logo não existe conflito com o período de silêncio. Portanto, a proposta não foi aceita.

### 2.4.4 Rito ordinário (art. 28)

O art. 28 enumera em seus incisos as hipóteses de ofertas às quais se aplica o rito ordinário de distribuição.

Vidigal Neto propõe incluir inciso final abarcando outros valores mobiliários não previstos nos incisos anteriores ou no art. 26, que dispõe sobre o rito automático de registro.

Mercado Bitcoin sugere incluir inciso específico sobre a oferta de contratos de investimento coletivo, bem como um parágrafo complementar com propósito de tratar do prospecto, da lâmina e dos demais documentos da oferta destes títulos, reforçando a importância de modelos flexíveis, dado que o próprio título não possui características fixas.

A proposta de Vidigal Neto foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A aceitação dessa proposta atende, em parte, as questões externadas por Mercado Bitcoin. Em relação aos modelos de documentos em casos de valores mobiliários cujas características sejam variáveis, a norma dá tratamento a tais situações, como se nota, por exemplo, no art. 17, § 7º.

### 2.4.4.1 Emissor pré-operacional (art. 28, §§ 1º e 2º)

Mattos Filho havia sugerido excepcionar da definição de emissores pré-operacionais, no art. 2º, VI, os fundos de investimento. Assumindo um cenário em que essa proposta fosse rejeitada, o participante sugere que não sejam aplicadas às ofertas de fundos de investimento as restrições aplicáveis a ofertas de emissores em fase pré-operacional, ou seja, ser destinada apenas a investidores qualificados e não ter o requerimento de registro previamente analisado por entidades autorreguladoras.

A preocupação subjacente à proposta do participante foi enfrentada por meio do ajuste na definição de emissor em fase pré-operacional, logo resta prejudicada a análise da sugestão ao art. 28, § 1º.

Nas ofertas de valores mobiliários de emissores em fase pré-operacional, o art. 28, § 2º prevê a necessidade de divulgação de aviso em destaque, no prospecto e nos materiais da oferta, sobre a existência de vedações aplicáveis à revenda dos ativos.

ANBIMA sugere delimitar os documentos nos quais as informações de vedações devem ser previstas, de forma a simplificar e diminuir o custo de observância. Assim, em vez de referir-se ao prospecto e aos “materiais” da oferta, a norma mencionaria apenas o prospecto e a “lâmina” da oferta.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.4.5 Requerimento de registro (art. 29)

#### 2.4.5.1 Documentos de deliberação (art. 29, III)

O art. 29 da Minuta A contém, em seus incisos, a relação de documentos e condições exigidas para o requerimento de registro que siga o rito ordinário. No inciso III, especificamente, está prevista a cópia do documento original de deliberação sobre a aprovação da emissão ou distribuição dos valores mobiliários.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A propósito da expressão “cópia do documento original”, ABRASCA entende que a apresentação de versão digitalizada do ato societário, devidamente assinado e formalizado, seja suficiente, o que inclusive estaria de acordo com manifestações da CVM. Para deixar isso mais claro, sugere acréscimo no dispositivo de uma menção expressa a “versão digitalizada do documento assinado”.

A CVM está de acordo com a interpretação do participante, porém considerou o acréscimo sugerido desnecessário.

Stocche Forbes observa que o Ofício Circular SRE nº 1, de 2021, aborda o tema da apresentação de atos societários devidamente formalizados, fazendo menção: (i) à necessidade de apresentação dos documentos até a divulgação de aviso ao mercado (no caso do ato que delibera a oferta) ou do anúncio de início (no caso de ato que delibera o preço); e (ii) à possibilidade de serem apresentados protocolos de submissão dos documentos à junta comercial competente, desde que realizados em 30 dias contados da deliberação.

O participante considera que seria oportuno incluir tais determinações em norma, em benefício da unicidade do arcabouço normativo e da prevenção a eventuais dúvidas de participantes do mercado. Nesse sentido, sugere o acréscimo de um novo parágrafo ao art. 29.

A norma não foi modificada da forma como sugerida pelo participante, o que envolveria reprodução de extenso trecho do Ofício Circular SRE nº 1, de 2021. Entretanto, foram promovidos aprimoramentos no art. 29, inciso IV, e § 1º, inciso VI, que vão ao encontro da proposta do participante. Tais aprimoramentos são comentados no tópico seguinte deste relatório.

### 2.4.5.2 Formalização da emissão (art. 29, IV)

O art. 29 da Minuta A contém, em seus incisos, a relação de documentos e condições exigidas para o requerimento de registro que siga o rito ordinário. No inciso IV, especificamente, trata-se da cópia de documento que formaliza a emissão e seus aditamentos registrados, tais como escritura de debêntures, termos de securitização e nota promissória.

BTG e Cascione Pulino Boulos sugerem que a realização dos registros legais seja reconhecida como uma condição para a concessão do registro da oferta sob o rito ordinário (art. 29, § 1º), mas não para que o registro da oferta seja requerido à CVM. A justificativa apresentada pelos participantes é evitar efeitos danosos ao mercado, inclusive atrasos no cronograma da oferta e a divulgação antecipada e



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

inoportuna de informações estratégicas e sensíveis (mediante o registro dos documentos que formalizam a oferta). ANBIMA faz sugestão similar.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

Assim, no art. 29, IV, que trata do requerimento de registro da oferta pública, foi prevista a apresentação de cópia dos documentos referentes à emissão dos valores mobiliários e a seus aditamentos, sem que neste momento tais documentos precisem estar registrados perante as autoridades competentes, bastando a entrega do comprovante de requerimento de registro.

Somente para a concessão do registro da oferta pública, nos termos do art. 29, § 1º, VI, os documentos em questão já deverão estar devidamente registrados.

### 2.4.5.3 Outras informações (art. 29, VII)

O art. 29 da Minuta A contém, em seus incisos, a relação de documentos e condições exigidas para o requerimento de registro que siga o rito ordinário. O inciso VII refere-se ao estudo de viabilidade econômico-financeira.

Vidigal Neto propõe um ajuste de redação com menção específica ao Anexo A da norma (modelo de prospecto de ações), pois o estudo de viabilidade seria referido apenas em tal trecho da norma.

B3 propõe excluir a obrigatoriedade de apresentação do estudo de viabilidade por parte de SPACs, dado que estes não exercem atividades operacionais para fins de projeção, de modo que a informação representaria apenas aumento do custo de observância sem benefício para investidores.

O estudo de viabilidade é mencionado também nos arts. 24, 28 e 29, assim como nos Anexos A e C, nos quais seu conteúdo mínimo é definido. De todo modo, a sugestão do participante Vidigal Neto foi aproveitada, com adaptações.

Em relação a SPACs, foi prevista a dispensa de apresentação de estudo de viabilidade econômico-financeira, em linha com a sugestão do participante, conforme comentado em mais detalhes adiante neste relatório.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.4.5.4 Exigências para o registro (art. 29, § 1º, II)

Entre as exigências para a concessão do registro da oferta encontra-se a apresentação do contrato de distribuição de valores mobiliários e os respectivos termos de adesão.

ANBIMA, BTG e Cascione Pulino Boulos sugerem a exclusão dos termos de adesão ao contrato de distribuição, em linha com comentário análogo referente ao art. 27, § 3º, segundo o qual o documento em questão não tem informações que possam impactar a decisão de investimento no ativo ofertado ou que possam interessar para fins de supervisão das ofertas.

Sem prejuízo de sua potencial relevância para fins de posterior supervisão – o que justifica que seja mantido à disposição da CVM, como observado anteriormente –, não se considerou necessário exigir a apresentação do documento para fins de concessão do registro.

Assim, a sugestão foi aceita e refletida na versão final da regra.

### 2.4.5.5 Ofertas a mercado e informações pendentes (art. 29, §§ 2º e 3º)

Segundo o art. 29, § 2º, da Minuta A, caso a oferta preveja o início da oferta a mercado anteriormente à concessão do registro, o requerimento da oferta pode ser apresentado com documentos e informações pendentes, desde que relacionados exclusivamente ao preço ou à remuneração do valor mobiliário objeto da distribuição.

ANBIMA sugere um ajuste, para adequá-lo à redação do art. 27, § 1º, que trata de situação análoga no âmbito das ofertas sujeitas ao rito de registro automático.

Foram promovidos ajustes pontuais para aproximar a redação de ambos os dispositivos.

Ressalvada a hipótese supramencionada, de informações sobre preço e taxa de remuneração, o período de oferta a mercado só pode iniciar após o envio à CVM de todos os documentos exigidos para registro da oferta.

ANBIMA entende que os intermediários da oferta devem ter o direito de levar a oferta a mercado quando apresentarem todos os documentos requeridos pela resolução (ainda que em forma de minuta) e, caso a CVM exija algo em relação aos documentos, os participantes da oferta devem ter o direito de reapresentá-los ajustados à autarquia e levar a oferta a mercado com base neles.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Adicionalmente, considera essencial que o prazo de análise da CVM não seja impactado em situações como essa, uma vez que os intermediários, dependendo do tipo de oferta pública envolvida, do investidor a ser acessado, necessitariam de maior prazo para os processos de **roadshow** e **bookbuilding**.

A possibilidade de oferta a mercado com base em documentos em formato de minuta não é admitida, uma vez que: (i) as únicas informações ainda desconhecidas nesse estágio já foram excepcionadas na norma; e (ii) os investidores usarão as informações divulgadas para formular pedidos de reserva, sendo por esse motivo importante que sejam apresentadas em formato tão completo e definitivo quanto possível. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.4.6 Condução da análise reservada (art. 32)

A Minuta A admite a análise reservada se solicitada simultaneamente com o protocolo inicial do requerimento de registro de oferta pública.

Mattos Filho pondera, no entanto, que, na retomada do pedido após a solicitação de interrupção do processo, o mercado também faz pressões significativas a respeito da viabilidade daquela oferta ou mesmo exerce influência sobre o preço adequado para os valores mobiliários. Dessa forma, o participante entende que a inclusão da possibilidade de solicitação da análise reservada na retomada da análise do pedido de registro seria benéfica para a Companhia.

Ofertas para as quais tenha sido originalmente solicitado tratamento reservado podem continuar a ser tratadas como tal na retomada de sua análise após a interrupção. Eventual publicidade do pedido somente será concedida ao final do prazo máximo de interrupção.

Já para os casos em que a solicitação não tenha sido originalmente requerida, existem dificuldades operacionais relacionadas ao pleito apresentado: a transformação em confidencial de um requerimento originalmente tratado como público seria perceptível ao público externo, comprometendo o propósito da análise reservada.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.4.7 Vazamento da informação sobre requerimento de registro de oferta (art. 35)

Quando a informação sobre o requerimento de registro de oferta submetida à análise reservada escapa ao controle, cabe ao ofertante tomar medidas voltadas à imediata disseminação da





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

informação, sem prejuízo da avaliação de responsabilidades e eventual suspensão da análise do pedido de oferta.

Mattos Filho sugere aprimoramentos de redação ao dispositivo, dos quais se destaca a substituição da expressão “tenha escapado ao controle” por “torne-se público”, que seria menos vaga.

A expressão “escapar ao controle” já é empregada em outras normas editadas pela CVM, notadamente a Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021, sendo conveniente a unificação de termos empregados nas normas para lidar com situações similares.

Adicionalmente, ao perder o controle sobre a informação, o ofertante deve proceder à imediata divulgação, minimizando as assimetrias informacionais, sem que seja necessário aguardar que ela se torne pública por outros meios.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

BTG entende que a norma deve ser ajustada com relação aos emissores em fase de registro na CVM, afastando destes a necessidade de divulgação de fato relevante. Ainda, sugere a exclusão do trecho final do dispositivo por considerar a suspensão da análise extremamente gravosa.

Em sentido similar, ANBIMA propõe condicionar a divulgação de informações à prévia existência de registro de emissor, ou seja, ficando dispensada tal divulgação pública pelo ofertante no caso de emissores ainda não registrados.

As sugestões não foram acatadas, dado que: (i) a norma não requer a divulgação de fato relevante, necessariamente, mas apenas a observância dos deveres gerais de divulgação de informação, inclusive aqueles previstos na própria norma sobre ofertas públicas; e (ii) a suspensão da oferta é indicada apenas como possibilidade e sua efetiva adoção será avaliada caso a caso.

### 2.4.8 Documentação insuficiente (art. 37)

#### 2.4.8.1 Prazo para comunicação de insuficiência (art. 37, § 1º)

A SRE deve concluir a análise do requerimento de registro de oferta em até 60 dias, contados do protocolo de todos os documentos elencados pela norma. A suficiência dos documentos e a indicação



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

daqueles que estiverem ausentes deve ser feita pela SRE no prazo de 10 dias do protocolo do requerimento.

Mattos Filho propõe que seja suspenso o prazo de análise enquanto os documentos faltantes não forem entregues. O participante entende ainda que informações faltantes devem ser solicitadas no ofício de exigências e que o prazo deveria ser reduzido e contado em dias úteis.

ABRASCA considera que o novo prazo de 10 dias para manifestação da CVM sobre a suficiência dos documentos do protocolo pode trazer um retrocesso, pois atualmente, apesar de não haver previsão normativa expressa de prazo para esta situação, tal análise costuma ser de 3 ou 4 dias úteis.

ABVCAP sugeriu que o prazo de verificação da completude da documentação seja mais adequado, como 1 ou, no máximo, 2 dias úteis após o protocolo do pedido de registro.

A relação de documentos que deve acompanhar o requerimento foi construída a partir de todo o conjunto de informações considerado essencial para a análise. Assim, sem esses documentos, não há análise e, conseqüentemente, o prazo de análise tampouco deve ter início.

O prazo de 10 dias deve ter sua suficiência avaliada considerando a possibilidade de a SRE receber múltiplos requerimentos em intervalo curto e ter a necessidade de verificá-los concomitantemente. Ademais, esse prazo não será relevante se a documentação for apresentada de maneira completa, o que é uma questão sobre a qual os requerentes possuem controle.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.4.8.2 Avaliação sobre a suficiência (art. 37, § 2º)

A Minuta A prevê que a suficiência dos documentos se consubstancia por meio de seu elevado padrão de qualidade e da observância dos aspectos previstos no art. 41, o qual, por seu turno, se refere à expectativa de que a minuta de prospecto apresente “elevado padrão de completude, compreensibilidade e consistência, não podendo haver lacunas relativas a aspectos materiais em seu conteúdo”.

Mattos Filho entende que é necessário especificar, de maneira objetiva, a forma como a CVM entende que o prospecto deve ser elaborado de forma a evitar dúvidas por partes dos emissores. Por isso,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

sugere suprimir do dispositivo a menção a “elevado padrão de qualidade”, mantendo-se somente a referência ao art. 41.

A expressão “elevado padrão de qualidade” já é empregada na Instrução CVM nº 400, de 2003, e o histórico de aplicação da regra não indica necessidade de sua alteração. No entanto, considerando que essa expressão está contida no art. 41, ao lado dos atributos de completeza, compreensibilidade e consistência – que também são necessários nesse contexto e se alinham a regras de outras jurisdições –, não se identificou óbice à aceitação da sugestão.

Assim, a proposta foi refletida na versão final da regra.

### 2.4.9 Prazo para exigências (art. 38)

Após a apresentação de todos os documentos necessários à instrução do pedido de registro, a SRE tem prazo de 18 dias úteis para emitir ofício com exigências ao requerente.

Mattos Filho propõe ajuste de redação para que o prazo de emissão de ofício de exigências seja máximo e não fixo.

A redação original não impõe que o prazo seja fixo. Isso tende a ocorrer na prática pela dinâmica operacional envolvida na análise concomitante de múltiplos requerimentos e pela preocupação em dispensar tratamento equitativo entre requerentes. Desse modo, a alteração na redação da regra tenderia a ser inefetiva nesse caso. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Adicionalmente, é válido comentar que a CVM reavaliou os prazos de análise originalmente propostos e, dadas as limitações de caráter administrativo a que está sujeita e a possibilidade de concentração de requerimentos de registro em curto intervalo de tempo, a redução de prazos que originalmente foi apresentada na Minuta A precisou ser reconsiderada.

Assim, foram mantidos os prazos de análise da SRE de 20, 10 e 3 dias úteis, no caso de ofertas públicas de distribuição de ações. Quanto às ofertas de outros valores, foram mantidos os prazos da SRE de 20 e 10 dias úteis, tendo o prazo final sido reduzido de 10 para 3 dias úteis. Com isso, os prazos de análise foram uniformizados entre ofertas de todos os tipos de valores mobiliários.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em relação aos prazos para atendimento de exigências pelo requerente, somente o prazo final foi afetado em relação à proposta apresentada à Audiência Pública, tendo havido redução de 10 para 5 dias úteis. No entanto, em contrapartida, foi prevista a possibilidade de o requerente pleitear a extensão desse prazo, quando julgá-lo insuficiente para atender as exigências.

Cabe ressaltar que os prazos que passam a vigorar, contados em dias úteis, serão iguais ou menores a 60 dias corridos em 99,74% das ocorrências previstas nos próximos 30 anos. As raras exceções em que os 60 dias corridos são excedidos não justificam um tratamento que venha a prejudicar a dinâmica de trabalho já incorporada na Autarquia.

### 2.4.9.1 Apresentação das respostas (art. 38, § 3º)

A Minuta A determina que, no atendimento de exigências formuladas pela SRE, os documentos sejam apresentados em duas versões, sendo uma delas com alterações destacadas para fins de comparabilidade e com explicações sobre as questões levantadas pela CVM. Nas alterações indicadas, aquelas que decorram de exigências da CVM devem ser discriminadas das demais.

Mattos Filho sugere excluir a necessidade de discriminar as alterações decorrentes de exigências da CVM, uma vez que a carta resposta ao ofício de exigências já costuma conter essa informação. O participante propõe ainda a eliminação da apresentação de explicação sobre cada questão levantada pela CVM. Em sua visão, tais requisitos tornam muito onerosa a elaboração dos documentos revisados para atendimento das exigências.

Alternativamente, o participante sugere que as explicações sobre as questões levantadas pela CVM possam constar em documento apartado, como é a prática.

O comando em questão já existe na Instrução CVM nº 400, de 2003, e é regularmente observado pelos participantes de mercado. Além de beneficiar a análise do requerimento por parte da SRE, sendo assim importante para que os prazos possam ser mantidos nos patamares em que foram propostos, não há evidências de que representem ônus excessivo para os requerentes. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.4.9.2 Fato novo (art. 38, §§ 7º e 8º, atuais §§ 8º e 9º)

Caso ocorram alterações em documentos ou informações que não decorram do cumprimento de exigências, a SRE pode apontar a ocorrência de fato novo, o que acarreta nova suspensão de prazo.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Mattos Filho entende que não deveria ser qualquer fato novo aquele capaz de impactar adversamente a oferta, mas apenas aqueles que sejam relevantes para a decisão de investimento, em linha com o texto atualmente em vigor da Instrução CVM nº 400, de 2003.

ANBIMA entende que em diversas ofertas existe um receio desnecessário dos participantes acerca da possibilidade de recontagem de prazo de análise em razão de alterações nos documentos e tais alterações muitas vezes não são substanciais para a estrutura da oferta ou para a correta análise dos riscos aos quais o investidor está sujeito. No mais, caso as alterações não sejam materiais, prossegue o participante, não deveria haver nenhum impacto para o andamento da oferta, visto que não há aumento ou diminuição de riscos aos quais os investidores possam estar sujeitos.

Para ABVCAP, a inclusão dos §§ 7º e 8º do art. 38 parece vedar qualquer tipo de alteração na documentação após o primeiro protocolo, o que não é realista considerando o processo real de preparação de um IPO. Assim, ABVCAP sugere uma abordagem mais construtiva a respeito das alterações na documentação de oferta posteriormente ao protocolo do pedido de registro, similar àquela adotada pelos reguladores competentes nas ofertas registradas realizadas por emissores brasileiros no exterior, a qual leve em conta e não penalize os ofertantes pelo aperfeiçoamento da documentação ao longo da revisão da CVM.

A determinação da ocorrência de fato novo não se refere apenas à potencial relevância das mudanças diretamente para o investidor. No contexto de análise do requerimento de registro, essa determinação se relaciona com a complexidade que as mudanças agregam para o exame pela SRE; muitas vezes, somente após o prazo adicional e a compreensão do novo cenário da oferta é que se pode determinar se as circunstanciais originais se alteraram de modo relevante para o investidor.

De todo modo, foi promovido ajuste de redação no art. 38, § 8º que vai ao encontro das preocupações externadas pelos participantes.

Mattos Filho sugere compatibilizar os prazos da suspensão na hipótese de apontamento de fato novo com aqueles dos §§ 4º e 6º, para que não fiquem extensos a ponto de inviabilizar a realização das ofertas com o mesmo conjunto de informações financeiras do emissor.

A suspensão de prazo de que trata o dispositivo em questão se dá em razão de alteração relevante dos documentos e informações originais, o que significa que uma ampla reanálise das



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

informações pode se fazer necessária. A extensão da suspensão do prazo deve ser definida com objetivo principal de tornar viável essa análise, e não de minimizar impactos sobre o cronograma da oferta. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.4.10 Indeferimento (art. 40)

#### 2.4.10.1 Inviabilidade ou temeridade do empreendimento (art. 40, I)

O art. 40 trata de hipóteses de indeferimento do registro e o inciso I, especificamente, trata do caso de indeferimento por inviabilidade ou temeridade do empreendimento ou inidoneidade dos fundadores, quando se tratar de constituição do emissor.

ANBIMA, BTG e Cascione Pulino Boulos sugerem a exclusão desse dispositivo. Em síntese, argumentam que a perquirição da “inviabilidade” ou da “temeridade” de um determinado empreendimento ou da “inidoneidade” dos fundadores de uma nova companhia, por parte da CVM, poderia, como regra, envolver a participação do ofertante, sendo assegurada a este a possibilidade de apresentar esclarecimentos.

Desse modo, na visão destes participantes, as questões abordadas no inciso I deveriam ser objeto de exigências pela CVM que, uma vez não atendidas pelo ofertante, fatalmente levariam ao indeferimento do pedido, com fundamento no inciso II.

O dispositivo em questão decorre do comando previsto no art. 82, § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976, e por esse motivo foi mantido na versão final da regra. Frise-se que a possibilidade de indeferimento do requerimento de registro com base neste dispositivo não é comum e não afasta a possibilidade de que esclarecimentos sejam solicitados pela SRE e fornecidos pelos requerentes, nos termos do art. 38.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.4.11 Dispensas de registro e requisitos (art. 43)

A Minuta A propõe um processo de obtenção de dispensas de requisito anteriormente à entrada do pedido de registro de oferta.

Para ABVCAP, tal inovação pode ser salutar ao trazer mais segurança ao emissor que busca o registro de uma oferta, mas não deveria ser aplicável aos casos de dispensa que são pacíficos nos julgados



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

do Colegiado. Segundo o participante, ao se estabelecer um rito de dispensa anterior ao processo de registro para temas comuns e pacíficos, na prática há a imposição de um cronograma de preparação de oferta maior do que aquele aplicável atualmente.

Assim, a ABVCAP propõe que as dispensas já consubstanciadas em deliberações que autorizam sua concessão pela área técnica sejam incorporadas em definitivo ao texto da Minuta A, na medida em que aplicáveis ao novo regime de registro de ofertas.

A título exemplificativo, e tomando como base o Ofício Circular SRE nº 1, de 2021, o participante indica as dispensas previstas nas seguintes normas: (i) Deliberação CVM nº 476, de 2005; (ii) Deliberação CVM nº 533, de 29 de janeiro de 2008; (iii) Deliberação CVM nº 751, de 28 de março de 2016; (iv) Deliberação CVM nº 756, de 4 de novembro de 2016; (v) Deliberação CVM nº 772, de 7 de junho de 2017; (vi) Deliberação CVM nº 850, de 7 de abril de 2020; e (vii) Deliberação CVM nº 860, de 22 de julho de 2020.

A norma já efetivamente incorpora as dispensas consubstanciadas nas Deliberações referidas pelos participantes, as quais serão revogadas.

Os únicos casos em que não houve transposição do conteúdo desses atos para a nova regra são aqueles que tratam de exigências que deixarão de ser aplicáveis ou que versam sobre outros temas.

Nesse sentido, cabe apontar que: (i) contratos de estabilização (referidos na Deliberação CVM nº 476, de 2005) não dependerão mais de aprovação prévia da SRE; (ii) o estudo de viabilidade econômico-financeira não mais será exigido na hipótese coberta pela Deliberação CVM nº 533, de 2008; (iii) as Deliberações CVM nº 751 e nº 756, ambas de 2016, tratam de ofertas públicas de *aquisição* de ações; e (iv) as Deliberações CVM nº 772, de 2017, e 860, de 2020, já foram revogadas. Especificamente no que diz respeito à Deliberação CVM nº 850, de 2020, que trata da oferta de cotas de FIDC abertos, sua revogação leva em conta que a CVM tornará a tratar do tema por ocasião das normas resultantes da Audiência Pública SDM nº 8/20, cuja entrada em vigor espera-se que venha a coincidir com a vigência das regras sobre ofertas públicas.

Por fim, é válido ressaltar que o rito de que tratam os art. 43 e seguintes aplica-se a pedidos de dispensa que dependam de deliberação do Colegiado, e não a casos amparados em delegação de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

competência à SRE. A norma foi pontualmente ajustada em seu art. 44 para trazer maior clareza a essa questão.

ABRASCA sugere complementar o rol de possíveis dispensas de requisitos, contemplando, dentre outros, público-alvo, tipo de investidores e taxas de registro e fiscalização entre os requisitos dispensáveis.

A redação não veda dispensas de requisitos relacionadas a público-alvo ou tipos de investidores. A CVM não pode dispensar o pagamento de taxas impostas por lei. Portanto, a sugestão não foi aceita.

ABVCAP propõe que seja estipulada uma lista de dispensas de requisitos para: (i) **startups**, nos termos do marco legal das **startups**; e empresas investidas há pelo menos um ano por fundos já registrados na CVM por força da Instrução nº 578, de 30 de agosto de 2016, as quais, “por atenderem aos requisitos de governança, entre outros, podem pressupor redundância no processo de observância, justificando dispensa sistemática”.

Em relação a dispensas aplicáveis a **startups**, com base na Lei Complementar nº 182, de 2021, como é possível verificar na Agenda Regulatória da CVM para 2022, o tema vem sendo objeto de estudo de forma apartada, estando prevista a elaboração de análise de impacto regulatório, que poderá considerar outros aspectos não relacionados a ofertas públicas. Por isso, não se mostra oportuno o enfrentamento da questão nesta oportunidade.

Quanto à sugestão relacionada a empresas que tenham recebido investimentos de fundos de investimento em participações, tais sociedades contam com exigências próprias de governança corporativa, porém (i) as práticas diferenciadas exigidas dessas sociedades não são, de modo geral, comparáveis às exigíveis dos emissores nos termos da Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022; e (ii) mesmo emissores que contam com práticas de governança corporativa superiores às exigidas em lei ou regulamentação não fazem jus a dispensas relacionadas a ofertas dos valores mobiliários de sua emissão.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.4.11.1 Condições levadas em consideração na análise das dispensas (art. 43, § 1º)

Uma das condições que pode ser considerada para fins de concessão de dispensa é a oferta ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

Mattos Filho sugere, para fins de clareza, a inclusão da menção a investidores profissionais. O participante pondera que, se investidores qualificados podem ser destinatários da oferta, investidores profissionais poderão também ser.

Os investidores profissionais já integram a definição de investidores qualificados, nos termos do art. 12, I, da Resolução CVM nº 30, de 2021. As menções apartadas a ambas as classificações de investidores poderiam provocar dúvidas, em sentido contrário ao desejado pelo participante. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

ABRASCA sugere novos incisos para o § 1º, para permitir que sejam consideradas outras condições na análise do pedido de dispensa, como o fato de os valores mobiliários (i) terem prioridade ou preferência em relação a valores mobiliários detidos por organismos de fomento; (ii) proporcionarem benefícios ambientais, sociais ou climáticos; e (iii) serem oferecidos a administradores, empregados e associados do emissor ou de entidades de seu grupo econômico.

O art. 43, § 1º, contém uma lista meramente exemplificativa de circunstâncias a serem consideradas, de modo que outras hipóteses não listadas também poderão ser avaliadas. Tendo isso em vista, a redação adotada para a norma buscou limitar-se aos casos mais frequentes, descritos de forma suficientemente abrangente para acomodar hipóteses mais específicas sem a necessidade de enumerá-las individualmente. A redação também buscou se restringir a casos relacionados ao risco da oferta para os investidores destinatários.

Neste sentido, a menção a ofertas destinadas a administradores, empregados e associados não foi considerada necessária, pois já pode ser abarcada pelo inciso V, que prevê que o público destinatário da oferta será levado em consideração. Quanto às demais sugestões, elas tratam de ofertas que podem acarretar benefícios extraordinários do ponto de vista social ou ambiental, mas isso não significa que tais ofertas sejam de menor risco para investidores. Por isso, optou-se por não tratar desses casos expressamente na norma, sem prejuízo da análise de eventuais pedidos em cada caso concreto.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.4.11.2 Afastamento do registro automático em razão de dispensas (art. 43, § 3º)

Mattos Filho sugere restringir a previsão de afastamento do rito automático, uma vez que há pedidos de dispensa cuja análise é simples o bastante para ser compatibilizada com tal rito.

O dispositivo foi eliminado da regra, embora por razão distinta da apontada pelo participante.

A exclusão não representa intenção de compatibilizar a análise do pedido de dispensa com o rito de registro automático, no sentido de viabilizar que o deferimento ou indeferimento do pedido ocorra necessariamente do prazo esperado pelo ofertante para a realização da oferta.

Na verdade, a análise do pedido de dispensa de registro ou requisitos segue prazos próprios, sem relação direta com o cronograma da oferta desejado pelo ofertante, e é exatamente por não haver vinculação entre esses tópicos que a solicitação de dispensa não deve afastar a possibilidade de uso do rito de registro automático.

### 2.4.12 Análise da dispensa (art. 44)

O art. 44 prevê que a análise de pedido de dispensa de registro ou de requisitos do registro deve ser realizada previamente ao início da análise do requerimento de registro.

Stocche Forbes e Mattos Filho argumentam que isso não atende a dinâmica das ofertas, podendo prejudicar os seus cronogramas. Por isso, defendem que os pedidos de dispensa possam ser analisados concomitantemente ao pedido de registro. ABRASCA argumenta na mesma direção.

Alternativamente, os participantes propõem a redução dos prazos de análise do pedido.

A análise do requerimento de registro depende de forma muito substancial da conclusão quanto às eventuais dispensas, o que inviabiliza que ambos os pedidos sejam examinados concomitantemente. Ademais, as dispensas devem ser deliberadas pelo Colegiado da CVM, o que representa uma etapa adicional na tramitação do pedido, em comparação com a análise do requerimento de registro, de modo que tampouco é possível reduzir o prazo para análise aplicável aos pedidos de dispensa.

Também é válido frisar que a nova regra de ofertas foi estruturada de forma a conferir maior flexibilidade do que a atualmente vigente, sendo, assim, esperado que menos pedidos de dispensa sejam



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

necessários – o que mitiga a preocupação apresentada pelos participantes –, porém aqueles que forem necessários tendem a apresentar maior complexidade.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.4.13 Declarações do investidor em caso de dispensas (art. 45)

Quando a dispensa de requisitos é concedida com base no fato de a oferta ser dirigida a investidores qualificados, tais investidores devem declarar ciência de certos atributos pessoais e da oferta.

ANBIMA sugere que o investidor profissional seja excepcionado dessa obrigação. O participante aponta que, para esse investidor, a aceitação ocorre com a liquidação da oferta e, caso este concorde com as dispensas solicitadas, que ocorrerão previamente inclusive ao pedido de registro da oferta, ele terá tempo suficiente para seguir ou não com seu pedido.

O participante também pondera que o investidor profissional tem experiência em finanças e negócios para entender os riscos envolvidos em uma oferta com as eventuais dispensas.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.4.14 Imposição de restrições à negociação (art. 46)

O art. 46 prevê que a CVM pode impor restrições à negociação dos valores mobiliários em mercados regulamentados, nas hipóteses de dispensa de registro ou de requisitos.

O participante Koga Advogados não faz sugestões a esse dispositivo, mas o menciona no contexto de ponderações gerais a respeito da possibilidade de dispensa de registro, sintetizadas a seguir.

Para o participante, a intenção de admitir a negociação dos valores mobiliários em mercado secundário, por si só, não parece justificar a imposição da obrigação de registro da oferta (ainda que por rito automático), considerando que o objeto jurídico da disposição legal se concentra na sofisticação dos investidores primários, ou seja, aqueles a quem a oferta foi inicialmente destinada.

Desta forma, prossegue o participante, o registro da oferta primária poderá ser dispensado pela CVM, caso seja demonstrado que os investidores a serem prospectados não carecem de tutela estatal, observada a possibilidade de controle, pelo regulador, sobre a negociação dos respectivos valores



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

mobiliários no mercado secundário, podendo a CVM impor determinadas restrições, conforme previsão já constante do art. 46 da Minuta A.

Inicialmente, é válido pontuar que, conforme previsto na Lei nº 6.385, de 1976, o registro é uma ferramenta legalmente atribuída à CVM para fazer frente ao seu mandato de zelar pelo funcionamento eficiente, pela integridade e pelo desenvolvimento do mercado de capitais, e de promover o equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores.

Nesse contexto, o objetivo do registro de ofertas públicas não é apenas a tutela do investidor sem o conhecimento especializado que se presume que investidores qualificados e profissionais possuam. O registro da oferta implica que a condução do processo de venda de valores mobiliários e a disponibilização de informações ocorrerão dentro de uma estrutura predefinida, que muitas vezes é de interesse mesmo de investidores de maior especialização e capacidade financeira. Por isso, a necessidade de registro pode ser pautada por outros elementos que não as características do público-alvo da oferta.

De todo modo, a construção lógica do arcabouço normativo não parte da intenção de posterior admissão à negociação dos valores mobiliários ofertados em mercado secundário para em seguida definir a necessidade ou não de registro da oferta. Na verdade, os requisitos informacionais aplicáveis a um emissor admitido à negociação estão associados ao registro como emissor e não propriamente ao registro da oferta pública, que vai se preocupar com a qualidade informacional relacionado ao esforço de venda.

Portanto, é importante esclarecer que os ritos de registro e as restrições à negociação no mercado secundário decorrerão das opções feitas pelo ofertante no momento da oferta.

O art. 46 faz parte desse arranjo ao trazer a possibilidade de imposição de restrições à negociação para aquelas ofertas para as quais foi pedida e concedida dispensa de registro ou requisitos de registro, nos termos dos arts. 43 a 45.

As restrições à negociação eventualmente impostas levarão em consideração as circunstâncias de cada caso e, nesse sentido, podem nem mesmo existir se, por exemplo, forem disponibilizados para análise prospecto e lâmina. Entretanto, se tais documentos só forem elaborados posteriormente e não passarem por análise da CVM ou de entidade autorreguladora, é esperado que haja restrições para que o emissor, quando registrado, passe a oferecer ao mercado as informações



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

decorrentes de suas obrigações periódicas e eventuais de forma a equipar os investidores não profissionais das informações necessárias para negociar com tais valores mobiliários.

### 2.4.15 Validade do registro (art. 47)

Nos termos da Minuta A, o registro de distribuição dos valores mobiliários caduca se o anúncio de início de distribuição e o prospecto definitivo não forem divulgados em até 90 dias após o deferimento do registro

Duarte Garcia entende importante haver a possibilidade de prorrogação do prazo para divulgação do anúncio de início após o registro, na hipótese de o ofertante apresentar pedido de modificação da oferta no curso desse prazo.

O ajuste não foi considerado necessário, tendo em vista a ausência de histórico relevante de situações similares às descritas pelo participante e a possibilidade já prevista na norma de extensão de prazo em decorrência de modificação da oferta (art. 67, § 7º). Portanto, a sugestão não foi acolhida.

#### 2.4.15.1 Prazo para divulgação do anúncio de início (art. 47, parágrafo único)

Nas ofertas em que um prospecto preliminar é utilizado, o anúncio de início de distribuição deve ser divulgado em até 2 dias após a concessão do registro, conforme previsão do art. 47, parágrafo único.

Por considerar haver risco de que um registro seja concedido antes da data estimada no cronograma da oferta e por não enxergar benefícios aos participantes do mercado, Mattos Filho propõe a exclusão do dispositivo em questão.

Duarte Garcia considera o prazo exíguo e aponta o risco de que coincida com dias não úteis. O participante sugere estender o prazo para 30 dias corridos.

Como observado anteriormente, o risco de o registro ser concedido antes da data estimada é mitigado pela prática de adoção de prazos fixos na análise de requerimentos de registro.

Em atenção à questão levantada por Duarte Garcia sobre coincidência do prazo com dias que não sejam considerados úteis, o prazo foi ajustado para 2 dias úteis.

Assim, as sugestões foram parcialmente acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.4.16 Prazo para subscrição ou aquisição dos valores mobiliários ofertados (art. 48)

O art. 48 da Minuta A prevê que a subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto da oferta de distribuição deve ser realizada até 180 dias após a divulgação do anúncio de início de distribuição.

ANBIMA sugere excepcionar o comando no caso de ofertas que sigam o rito automático: nesse caso, a aquisição ou subscrição poderia ser realizada em até 24 meses contados da data do requerimento do registro.

O objetivo do participante é preservar a flexibilidade hoje conferida pelo art. 8º-A da Instrução CVM nº 476, de 2009, muito utilizada pelo mercado de capitais, em especial quando tratando de oferta mista, com melhores esforços e garantia firme de colocação. Para o participante, a ausência desse prazo poderia ocasionar com frequência hipóteses de cancelamento de valores mobiliários emitidos, mas não colocados a mercado, trazendo alto custo para o emissor e os estruturadores.

O prazo previsto no art. 8º-A da Instrução CVM nº 476, de 2009, leva em consideração a restrição de público da oferta e a ausência de publicidade, que limitam a capacidade de distribuição dos valores mobiliários em um intervalo temporal mais reduzido.

Considerando o modelo proposto na presente reforma, no qual tais restrições não estão presentes, a ampliação do prazo de distribuição de maneira irrestrita não se justifica. Quando necessário em casos específicos, os requerentes podem solicitar o aumento do prazo de distribuição nos termos do art. 43.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

## 2.5 Condução da oferta

### 2.5.1 Plano de distribuição (art. 49)

Nos termos do art. 49, **caput**, o plano de distribuição deve ser elaborado pela instituição líder e contar com a expressa anuência do ofertante.

ANBIMA sugere a exclusão do termo “expressa”, pois não há documento que formalize expressamente essa anuência.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A CVM não vê óbices ao ajuste sugerido e adaptou a versão final da regra nesse sentido. A anuência do ofertante será presumida na ausência de elementos objetivos em sentido contrário.

### 2.5.1.1 Tranches prioritárias (art. 49, I)

O plano de distribuição pode estabelecer tranches prioritárias a determinados grupos com relações de natureza laboral, comercial ou estratégica com o emissor. Entre esses grupos, há menção a acionistas indiretos.

Para fins de clareza, Mattos Filho sugere mencionar a possibilidade de oferta prioritária a acionistas diretos do emissor. ANBIMA concorda com a proposta e salienta que o art. 52, ao abordar o risco de diluição, já trata da prioridade para acionistas diretos, logo a menção a tais acionistas no art. 49, I, seria uma questão de consistência.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.5.1.2 Prioridade para acionistas que se submetam a lock-up (art. 49, II)

Os planos de distribuição podem conferir prioridade, na forma de percentual de alocação diferenciado sobre a reserva, aos investidores que aceitem se submeter a restrições de negociação (**lock-up**).

B3 aponta que atualmente os prospectos, nas definições de percentuais de alocação, admitem a distribuição de percentual maior do que a parcela sujeita a **lock-up**, ou seja, parte das ações alocadas ao investidor pode não estar englobada no regime de prioridade de que trata o dispositivo em questão. Para que tal sistemática possa ser preservada, B3 entende conveniente que o inciso traga essa previsão de forma expressa ou, então, que o relatório de Audiência Pública esclareça a interpretação do dispositivo.

De fato, é possível alocar a determinado investidor quantidade de ações superior àquela sujeita a **lock-up**. Não foi considerado necessário alterar a redação do dispositivo por conta deste tema.

### 2.5.1.3 Rateio (art. 49, III)

Carlos Roberto de Paula Junior argumenta que o método de rateio mais difundido, o proporcional, no caso de fundos imobiliários, por exemplo, exige que se solicite uma quantidade “irreal”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

de cotas, para receber uma parcela ínfima depois. Apenas investidores institucionais estariam em posição de requerer quantidades elevadas sem correr o risco de não poder honrar o pedido eventualmente atendido.

O participante sugere que a CVM fomente a adoção do rateio linear, embora sem o impor, por considerá-lo mais justo.

Os diversos métodos de rateio possíveis apresentam vantagens e desvantagens, sem que seja claro que um deles possa ser apontado como mais vantajoso ou mais justo em todos os casos. Diante dessa falta de clareza sobre benefícios da regulação em relação a esse tema, deve ser preservada a liberdade dos agentes para adoção do método que julgarem mais adequado, desde que devidamente descrito no plano de distribuição. Portanto, a sugestão não foi atendida.

### 2.5.1.4 “Ofertas a mercado” (art. 49, proposta de novo inciso)

Andre Bacci propõe a inclusão de inciso para acomodar ofertas que intitula “a mercado” (**at-the-market offering**), ou seja, ofertas subsequentes executadas de forma gradual, com a emissão de ações a um intermediário, que as revende a preços de mercado e repassa recursos ao emissor. Essa revenda, segundo o participante, poderia envolver os próprios ativos “em mercado secundário ou via mercado de opções”.

A oferta “a mercado” seria um mecanismo em que a captação de recursos se daria a partir da necessidade dos emissores, fazendo uso de arranjos potencialmente muito mais econômicos e mesmo em situações anômalas de mercado, fora da sistemática “tudo ou nada” dos atuais esforços de emissão de valores mobiliários.

A sugestão apresentada envolve uma reformulação substancial em conceitos centrais da presente proposta de reforma e demandaria ainda diversos ajustes acessórios (preço único da oferta, tratamento do risco de diluição etc.), que não foram apresentados na Audiência Pública e tampouco foram explorados pelo participante em sua manifestação.

A proposta demandaria maior aprofundamento interno e análises quanto à sua conveniência e oportunidade antes de eventualmente ser proposta para debate junto ao público. Nada obstante, cabe ressaltar que parte dos efeitos visados pelo participante poderão ser alcançados pelas flexibilizações





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

trazidas pela regra de ofertas ora em discussão, sobretudo pela expansão das hipóteses de utilização do rito de registro automático.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.5.1.5 Alocação dos valores mobiliários e relações comerciais (art. 49, parágrafo único)

A Minuta A restringe a decisão de alocação de valores mobiliários ao público investidor em geral com base em relações com clientes e outras considerações de natureza comercial ou estratégica e determina que isso seja deixado claro nos documentos da oferta.

ANBIMA sugere a remoção de trecho referente à divulgação da informação nos documentos da oferta, de modo a reduzir custos de observância, pois atualmente o mercado já adota a prática de rateio para o varejo.

A mera indicação de que relações com clientes e questões de natureza comercial ou estratégica não podem influir na alocação dos valores mobiliários para o público em geral não é uma obrigação extensa ou complexa a ponto de gerar significativos custos de observância. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

De todo modo, a redação do dispositivo foi ajustada pontualmente para deixar claro que ele se refere apenas à parcela destinada ao público investidor de “varejo”.

### 2.5.2 Lote adicional (art. 50)

O lote adicional é limitado na Minuta A a 20% sobre a quantidade de valores mobiliários inicialmente requerida.

Mattos Filho sugere trazer maior flexibilidade para a estruturação de transações em que há variabilidade quanto ao montante de valores mobiliários sendo ofertado, excluindo a limitação em 20% da quantidade inicial. Pela sua proposta, o montante do aumento seria aquele que viesse a ser indicado nos documentos da oferta. Essa também é a proposta de ABRASCA.

Cascione Pulino Boulos argumenta no mesmo sentido, complementando que não há outros impedimentos de ordem legal ou prática, além da própria regulamentação aqui tratada, e que a ausência de limitação do lote adicional permitiria o atendimento do excesso de demanda, de forma ágil e com redução de custos para o ofertante. Alternativamente, defende que a exclusão do limite do lote adicional



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

seja permitida para ofertas destinadas a investidores profissionais. Propostas essencialmente idênticas são apresentadas por BTG, em linha com o que atualmente ocorre em relação às ofertas com esforços restritos de distribuição, regidas pela Instrução CVM nº 476, de 2009.

B3 e ANBIMA também buscaram estabelecer um paralelo com as regras da Instrução CVM nº 476, de 2009, argumentando que como, essa norma não impõe o limite de 20%, a nova regra de ofertas tampouco precisaria fazê-lo, podendo deixar o limite ser estipulado nos documentos da oferta, conforme outros participantes haviam sugerido.

Uma oferta na qual o lote final pode ser muito superior ao lote básico exige uma análise mais complexa, envolvendo múltiplos cenários de captação e seus impactos sobre questões como diluição, destinação de recursos etc. Por isso, a mera supressão do limite não foi considerada adequada.

Em vez disso, foi feita opção pela majoração do limite para 25% em ofertas voltadas ao público em geral e a investidores qualificados. Somente nas ofertas destinadas exclusivamente a profissionais, o limite máximo para o lote adicional foi excluído, devendo tal limite estar previsto nos documentos da oferta, em linha com sugestões apresentadas. A CVM avaliará a evolução do mercado, com vistas a eventualmente reconsiderar a eliminação do limite em outros tipos de ofertas.

Vale ainda observar que foi inserido na versão final da regra novo art. 52, prevendo que o valor da oferta compreende o valor dos lotes adicional ou suplementar. O objetivo do dispositivo é trazer maior clareza a esse respeito, tendo em vista diversas outras referências normativas a esse respeito, inclusive na Lei nº 7.940, de 1989.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

### 2.5.3 Lote suplementar (art. 51)

A Minuta A limita o lote suplementar em 15% da quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada.

Mattos Filho sugere a exclusão dessa limitação para viabilizar e conferir maior flexibilidade à estabilização de preços dos valores mobiliários.

Levantamento já efetuado pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) da CVM indica que o lote suplementar em outros mercados, assim como no Brasil, está associado à atividade



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

de estabilização de preços e, na maior parte dos mercados desenvolvidos que foram examinados no estudo, prevalece o mesmo limite de 15% vigente no Brasil<sup>7</sup>.

Diante disso, não se considera haver evidências de que tal limite seja um fator restritivo às distribuições públicas realizadas no Brasil. Ademais, vale reiterar que a previsibilidade sobre o montante da oferta é importante para a decisão de investimento, logo qualquer mitigação a esse respeito deve ser exercida de forma moderada. Portanto, a sugestão não foi aceita.

A Minuta A prevê que, havendo opção de distribuição de lote suplementar, os valores mobiliários suplementares a serem distribuídos sejam considerados para fins de pagamento da taxa de fiscalização.

Mattos Filho solicita que seja esclarecido se o valor de referência para estabelecer a taxa de fiscalização considera o montante de lote suplementar, independentemente de sua efetiva colocação ou não. Em caso afirmativo, sugere prever a possibilidade de restituição de valores recolhidos a maior.

Em linha com comentários já trazidos a propósito do art. 27 (cobrança de taxa de fiscalização em ofertas sujeitas a registro automático), ABIPAG e ABCD entendem que não deveria haver pagamento de taxa de fiscalização no caso de opção de distribuição de lote suplementar em ofertas públicas sujeitas a esse risco. De forma subsidiária, defendem que a taxa deveria ser fixada em alíquotas reduzidas.

A incidência da taxa é determinada pelo art. 4º, IV, da Lei nº 7.940, de 1989, que se refere ao “valor da operação”. Entende-se que esse valor compreende o total autorizado no registro da distribuição pública, abrangendo os lotes básico, adicional e suplementar, independentemente de sua efetiva colocação.

Ainda a esse respeito, uma vez que tanto a incidência da taxa como as alíquotas aplicáveis têm fundamento legal, não cabe à CVM afastar sua incidência, estabelecer isenção nem reduzir alíquotas.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

<sup>7</sup> [https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/operacoes-de-estabilizacao-e-lote-suplementar-no-ambito-de-ofertas-com-esforcos-restritos-assessoria-de-analise-economica-e-gestao-de-riscos-novembro-2017/@@download/file/Operacoes\\_de\\_estabilizacao\\_e\\_lote\\_suplementar\\_no\\_ambito\\_de\\_ofertas\\_com\\_esforcos\\_restritos.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/operacoes-de-estabilizacao-e-lote-suplementar-no-ambito-de-ofertas-com-esforcos-restritos-assessoria-de-analise-economica-e-gestao-de-riscos-novembro-2017/@@download/file/Operacoes_de_estabilizacao_e_lote_suplementar_no_ambito_de_ofertas_com_esforcos_restritos.pdf)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Não obstante a CVM ter mantido seu entendimento sobre o tema, o parágrafo único do art. 51 foi considerado desnecessário e, conseqüentemente, suprimido da norma, diante da inclusão do atual art. 52.

### 2.5.4 Risco de diluição (art. 52; atual art. 53)

A Minuta A prevê a concessão de direito de prioridade aos atuais detentores dos valores mobiliários sempre que estes valores mobiliários sejam objeto de ofertas públicas com restrição de público-alvo.

B3 entende que a concessão de direito de prioridade não deveria ser obrigatória.

Na mesma direção, IBRI comenta que a imposição de um direito de prioridade, mesmo em casos em que a Lei nº 6.404, de 1976, autoriza a supressão do direito de preferência, pode tornar inviáveis determinadas ofertas de valores mobiliários. O participante sugere que as restrições de público-alvo não se apliquem aos atuais detentores de valores mobiliários, de modo que estes participem em igualdade de condições com os demais interessados que se enquadrem nas restrições, mas sem preferência ou prioridade.

O regime de prioridade, nos moldes da Instrução CVM nº 476, de 2009, foi considerado aquele que melhor se coaduna com a proteção legal contra a diluição de investidores e com as demais regras aplicáveis a ofertas públicas.

Assim, fica assegurada a possibilidade de o investidor manter sua participação, a despeito de seu enquadramento no público-alvo da oferta e do resultado de eventuais procedimentos de rateio nas alocações, que são circunstâncias alheias ao seu controle.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas

#### 2.5.4.1 Direito de prioridade e preferência em fundos (art. 52, caput e § 2º; atuais art. 53, caput e § 2º)

Em relação a fundos de investimento, a Minuta A prevê que em ofertas subsequentes de cotas de fundos fechados devem ser observadas as disposições referentes a direito de prioridade constantes do regulamento.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Andre Bacci levanta a possibilidade de estender o direito de preferência dos atuais cotistas a todas as situações de ofertas de fundos fechados, e não apenas aos casos em que há restrição de público-alvo na oferta. Segundo o participante, tal preferência, ocorrendo de modo concomitante à própria emissão, não ofereceria empecilhos de implementação tão mais onerosos que o atual processo de emissão, em custos ou em tempo de execução.<sup>8</sup>

O participante também sugere que o afastamento do direito de prioridade só possa existir se precedido de justificção pública e prévia. Isso representaria uma proteção ao público em geral, e mais especialmente aos cotistas de fundos imobiliários, diante de frequentes emissões abaixo do valor patrimonial.

Por fim, o participante entende que possa ser excepcionalmente permitida a alteração de regulamentos com quórum reduzido, quando voltada a flexibilizar atuais restrições de direito de preferência. Segundo o participante, são notórios os casos de fundos de investimento imobiliário constituídos com restrições nesse sentido e, apesar de votações massivas no sentido da flexibilização, ainda assim não atingem quórum de alteração de regulamento.

O direito de preferência é afastado em lei no caso de ofertas públicas de distribuição de ações e não é sequer previsto nas ofertas públicas de distribuição de cotas de fundos de investimento. Adotar o tipo de medida indicado pelo participante representaria um afastamento muito expressivo do equilíbrio que a lei buscou alcançar entre a proteção da base existente de investidores e a viabilização da captação de novos recursos financeiros.

Em relação aos casos de redução de quórum para deliberações sobre mudanças no regulamento de fundos de investimento, o tema diz respeito ao regime de funcionamento ordinário desses emissores, e não tem relação direta com as ofertas públicas de distribuição de cotas, estando, por isso, fora do escopo da presente Audiência Pública.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

Vidigal Neto sugere, para fins de clareza, que, além da remissão aos regulamentos, a norma faça menção expressa à inaplicabilidade do direito de prioridade nas ofertas subsequentes de cotas de

<sup>8</sup> Embora tenha concentrado suas considerações nas ofertas públicas de distribuição de cotas de fundos de investimento, nesse trecho em particular de sua manifestação, o participante se refere também a ações.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

fundos fechados, em linha, inclusive com a intenção da CVM declarada no Edital de Audiência Pública. ANFIDC apresenta sugestão essencialmente idêntica.

Duarte Garcia também traz sugestão similar, ainda que propondo implantá-la por meio de alteração ao art. 7º. Em relação ao art. 52, § 2º, o participante sugere que o dispositivo se mantenha com teor similar ao apresentado na Minuta A, exceto por tratar do direito de preferência, e não do direito de prioridade.

Por seu turno, B3 pondera que ofertas públicas de fundos de investimento fechados geralmente envolvem direito de preferência, e não direito de prioridade. Desta forma, sua sugestão é não fazer menção a preferência ou prioridade e deixar que este ponto esteja explicitado no regulamento do próprio fundo. Sugere, ainda, a inclusão dos conceitos de direito de preferência e direito de prioridade na nova resolução.

A sugestão de B3 sobre menção específica a direito de preferência ou de prioridade nas ofertas de fundos de investimento foi parcialmente acolhida. Ao invés de suprimir a menção específica, a norma passou a se referir a ambos, porém, como sugerido, reconhecendo a preponderância dos regulamentos para tratamento do tema.

Os conceitos são similares e podem ser compreendidos de modo distinto por diferentes grupos de investidores e emissores. Assim, mostra-se apropriado manter um espaço de flexibilidade para que essas situações possam ser definidas de modo mais preciso caso a caso, de forma que o regulamento é o documento mais adequado para tratamento da questão.

Em relação às demais propostas, uma eventual menção à inaplicabilidade do direito de preferência ou de prioridade poderia transmitir a ideia de haver vedação a esse respeito, quando, na realidade, esses direitos podem existir se assim previsto no regulamento.

### 2.5.4.2 Dispensa ou redução de prazo do direito de preferência (art. 52, proposta de novo parágrafo; atual art. 53)

BTG, ANBIMA e Cascione Pulino Boulos sugerem a inserção na norma de previsão de que o direito de preferência poderá ser dispensado ou ter o seu prazo reduzido, mediante a aprovação de acionistas detentores de ações representativas da totalidade do capital social. ANBIMA ressalta que dispositivo semelhante existe na Instrução CVM nº 476, de 2009.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Mattos Filho traz sugestão com o mesmo propósito, embora sua redação seja distinta, com referência ao art. 172, I, da Lei nº 6.404, de 1976, a fim de preservação da compatibilidade com este dispositivo legal.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na versão final da regra na forma sugerida por BTG e Cascione Pulino Boulos, nos termos do § 3º do art. 53.

### 2.5.5 Tratamento de conflitos de interesse (art. 53; atual art. 54)

#### 2.5.5.1 Pessoas sujeitas a vedações (art. 53, caput e § 1º; atuais art. 54, caput e § 1º)

A Minuta A prevê, em linha com o art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003, o dever de abstenção de negociação de valores mobiliários, fora do âmbito da oferta pública, a ser observado pelo ofertante, pelas instituições intermediárias envolvidas na oferta e “pelas pessoas contratadas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma”.

ANBIMA sugere ajustes ao trecho sobre pessoas contratadas para deixar claro que ele se refere apenas às pessoas envolvidas na oferta.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

#### 2.5.5.2 Marco de início da vedação (art. 53, § 1º, I, “a”; atual art. 54, § 1º, I, “a”)

A vedação à negociação com valores mobiliários tem início na data mais antiga entre dois marcos temporais indicados na norma, sendo um deles a “formalização da oferta em ato societário”.

Em linha com comentários similares já apresentados em outros tópicos da Minuta A, (i) ANBIMA sugere a substituição do termo “formalização” por “aprovação”, pois o primeiro pode ensejar a interpretação de que o ato societário deveria estar devidamente registrado perante os órgãos competentes; e (ii) Mattos Filho propõe substituir “ato societário” por “ato de deliberação”, evitando a interpretação, no caso de fundos de investimento, de que seria necessário um ato de seu gestor ou administrador fiduciário.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na versão final da regra, embora com redações distintas das sugeridas pelos participantes.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.5.5.3 Aplicação da vedação aos administradores de instituições intermediárias (art. 53, § 1º, IV, “b”; atual art. 54, § 1º, IV, “b”)

O art. 53, § 1º, IV, detalha a quem a vedação de negociação com valores mobiliários se aplica e, nesse contexto, refere-se aos administradores dos ofertantes e das instituições intermediárias, dentre outros (alínea “b”).

ANBIMA propõe ajuste a este dispositivo, com o intuito de esclarecer que a proibição de negociação não abrange os diretores estatutários das instituições intermediárias.

Os administradores das instituições intermediárias, incluindo seus diretores estatutários, estão entre os agentes a quem a vedação preponderantemente se destina, dada sua potencial e evidente influência na instituição intermediária e, por extensão, em aspectos ligados à oferta. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.5.5.4 Exceções à vedação (art. 53, § 2º; atual art. 54, § 2º)

A vedação à negociação comporta uma série de exceções e o participante Vidigal Neto sugere acrescentar mais uma a essa lista: a negociação de cotas de outras classes de um mesmo fundo que não sejam aquela objeto da oferta pública. Segundo o participante, esse ajuste tornaria a regra compatível com a minuta de resolução objeto da Audiência Pública SDM nº 8/20.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra, nos termos do art. 54, § 2º, XI.

### 2.5.6 Excesso de demanda (art. 55; atual art. 56)

#### 2.5.6.1 Caracterização do excesso (art. 55, caput; atual art. 56, caput)

A Minuta A contém vedação à colocação de valores mobiliários para pessoas vinculadas no caso de distribuição com excesso de demanda superior em 1/3 à quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada. Tal vedação comporta exceções e possibilidades de afastamento, discutidas nos tópicos seguintes do relatório.

ANBIMA entende que, para ofertas de ações, o ideal seria alterar de um terço para três vezes a quantidade de ações ofertadas (ou seja, 300% do livro) para que fique caracterizado que houve de fato





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

excesso de demanda. A referência sugerida busca redefinir o “excesso de demanda” para um patamar que ultrapassa o que seria um nível de demanda considerado normal para livros de ofertas de ações, pois atualmente a ocorrência do excesso de demanda é verificada como regra.

Neste sentido, o participante destaca que isso ocorreu em 81,25%, das ofertas regidas pela Instrução CVM nº 400, de 2003, entre 2019 e 2021, sendo que em 76,92% delas houve estabilização de preços, o que não seria de se esperar se tivesse havido forte pressão compradora no mercado secundário logo após a oferta.

ANCORD sugere que, em caso de procedimento de **bookbuilding**, eventual excesso de demanda superior a 1/3 seja calculado tomando por base os valores mobiliários demandados no preço ou na taxa final da oferta. Isso evitaria que pessoas vinculadas deixassem de ser atendidas em razão de uma “não-demanda”, ou seja, indicações de investidores que teriam deixado claro que só teriam interesse na oferta a preços menores ou taxas mais altas.

Ainda sobre o tópico, JGP traz ponderações sobre a relevância das restrições impostas a pessoas vinculadas, conforme abordado em mais detalhes em tópico seguinte deste relatório.

A evidência empírica apontada sinaliza que parcela expressiva das ofertas públicas vem apresentando excesso de demanda, na forma como definida na norma vigente, o que sugere a possibilidade de revisão dos parâmetros utilizados para caracterização desse excesso.

Por outro lado, os dados não permitem estabelecer uma relação entre um determinado nível de aumento do limite previsto na norma (p. ex., de 1/3 para 2/3) e uma correspondente redução na caracterização de excesso de demanda nas ofertas. Estudos mais específicos poderão trazer maior clareza sobre esse ponto no futuro.

Adicionalmente, a alta frequência de ofertas com excesso de demanda pode também ser interpretada como decorrente de imperfeições no processo de precificação, pois é razoável assumir que, a um preço maior que o preço definido na oferta, o excesso seria reduzido. É válido sempre ter em conta que essa precificação está potencialmente sujeita à influência de pessoas vinculadas, que têm mais a ganhar com um preço mais baixo do que o teoricamente possível.

Na avaliação sobre a melhor forma de equilibrar esses fatores, foi feita opção pela manutenção, por ora, do limite de 1/3, porém associada a duas medidas de flexibilização.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A primeira, que já havia sido apresentada por ocasião da Audiência Pública, permite a alocação a pessoas vinculadas quando adotadas medidas que busquem reduzir o conhecimento e a influência dessas pessoas sobre a formação do preço da oferta, nos termos do art. 56, §§ 4º e 5º.

A segunda, que se alinha parcialmente à sugestão de ANCORD, permite a alocação a pessoas vinculadas quando, em função da exclusão de tais pessoas, não houver demanda capaz de absorver o valor base da oferta. Os ajustes nesse sentido se refletiram no art. 56, § 1º, III e § 3º.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

### 2.5.6.2 Proposta de exceção para cumprimento de requisitos regulatórios (art. 55, § 1º; atual art. 56, § 1º)

Em linha com o que propõe para o art. 2º, XVII, Mattos Filho sugere que sejam excetuados da vedação de alocação de valores mobiliários a pessoas vinculadas os gestores de recursos, sociedades integrantes do grupo econômico de gestores de recursos e membros da equipe-chave de gestão de fundos de investimento quando realizando o investimento em fundos de investimento para fins de atendimento de requisitos regulatórios específicos.

Isso permitiria o cumprimento do requisito de manutenção de capital comprometido mínimo, gerando alinhamento de interesses com os cotistas dos referidos fundos (“**skin in the game**”), e estaria em consonância com decisões do Colegiado e com o previsto no Ofício Circular SRE nº 1, de 2021<sup>9</sup>.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.5.6.3 Proposta de exceção em ofertas destinadas a investidores profissionais (proposta de novo parágrafo)

BTG sugere que a vedação de alocação a pessoas vinculadas em caso de excesso de demanda não se aplique nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais. Na visão do participante, como esses investidores conhecem as estruturas das ofertas, os ativos, emissores e mecanismos de formação de preços, a limitação não se justificaria.

<sup>9</sup> Processos 19957.009498/2019-13 e 19957.005801/2020-42 e item 2.3.5 do Ofício Circular SRE nº 1, de 2021.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ANBIMA traz sugestão essencialmente idêntica e, ainda em sentido similar, ANCORD defende a exceção para ofertas que não sejam destinadas ao investidor de varejo.

A questão que a vedação busca solucionar não guarda particular conexão com a qualificação do investidor. De fato, em interações preliminares que precederam a elaboração da Minuta A, aqueles que expressaram maior preocupação e insatisfação com o tema foram investidores institucionais, de forma similar à manifestação do participante JGP, abordada adiante neste relatório.

Mesmo nas ofertas voltadas a investidores profissionais, pessoas vinculadas podem ter acesso a informações antecipadas e usá-las em benefício próprio e em detrimento do processo de precificação. Por isso, espera-se que, também nessas ofertas, a vedação mitigue potenciais distorções no preço da oferta e potenciais problemas de liquidez no mercado secundário em momento posterior à oferta.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.5.6.4 Proposta de exceção em ofertas sem apreçamento (proposta de novo parágrafo)

ANBIMA propõe ajuste para deixar claro que em ofertas nas quais não haja apreçamento do valor mobiliário (i.e., não é feito **bookbuilding** de taxa, apenas de volume), a participação de pessoas vinculadas não deve ser limitada, já que elas não teriam como afetar o preço ou a remuneração do valor mobiliário.

Assim como em outras ofertas, no caso descrito pelo participante, pessoas vinculadas podem valer-se de sua posição por terem informações sobre a demanda do mercado em geral em relação ao ativo, de modo que a vedação ainda se mostra justificada. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.5.6.5 Mecanismo de afastamento da vedação (art. 55, §§ 2º e 3º; atuais art. 56, §§ 4º e 5º)

Para que a vedação de alocação de valores mobiliários a pessoas vinculadas possa ser afastada, devem ser adotadas determinadas precauções, dentre elas o deslocamento da data de término dos pedidos de reserva efetuados por pessoas vinculadas para 7 ou mais dias úteis antes do encerramento da coleta de intenções de investimento.

ANBIMA sugere reduzir esse prazo de 7 para 3 dias úteis, pois como regra observa que os livros de ofertas públicas de **equity** só tomam corpo nos últimos 3 dias do **roadshow**. Assim, assumindo que pessoas vinculadas gozam de maior proximidade com o livro da oferta, o que poderia lhes colocar em



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

posição privilegiada para tomar sua decisão de investimento, o prazo proposto seria suficiente. O participante ressalta ainda que ordens de pessoas vinculadas não interferem na livre formação do preço.

O argumento apresentado pelo participante se baseia em dado empírico que, além de ser de difícil verificação, descreve um cenário típico. Contudo, nos casos em que a demanda pelo ativo vem a ser mais intensa – precisamente aqueles em que a vedação é mais relevante –, é provável que tal intensidade possa ser percebida com maior antecedência do que em 3 dias úteis antes do encerramento da coleta de intenções de investimento.

Sopesando esse risco à integridade da oferta como um todo e, de outro lado, o custo de um conjunto específico de pessoas vinculadas perderem 4 dias úteis para tomar uma decisão de investimento, a manutenção do prazo original mostra-se mais adequada.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Em sentido oposto a manifestações descritas acima, JGP defende a importância da restrição a alocação a pessoas vinculadas e expressa ceticismo quanto à eficácia das medidas propostas para seu afastamento.

Neste sentido, segundo o participante, não raro os intermediários informam que uma série ou parte de uma oferta não está disponível porque será alocada para uma parte vinculada à oferta, em geral uma instituição financeira que na sequência vai oferecer os papéis a sua base de clientes ou que se beneficia de informação de forte demanda pelos títulos após concluída fase inicial do esforço de venda da oferta para definir, prioritariamente, sua própria alocação.

Disso resultariam (i) desincentivos aos intermediários de promoverem a correta difusão de informações de preço entre emissores e investidores, (ii) o efetivo aumento do custo de acesso ao mercado de capitais para os emissores e (iii) perdas aos investidores por só terem acesso aos títulos a um custo adicional, embutido nos preços mais elevados cobrados pelos intermediários para oferta dos títulos em mercado secundário.

Por isso, ainda segundo o participante, é extremamente relevante manter a restrição para participação de pessoas vinculadas em caso de excesso de demanda em ofertas públicas em seus diferentes formatos de registro considerados na presente audiência pública. Afirmar que essa medida, sem dúvida, será extremamente benéfica não só às emissoras, como aos investidores, resultando em maior eficiência e competitividade do processo de acesso ao mercado de capitais brasileiro.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Para o participante, em caso de excesso de demanda, o público não vinculado deveria ter sempre a preferência na oferta, preservando assim uma das principais finalidades de uma oferta pública, que é justamente a de promover o maior acesso dos investidores aos ativos ofertados.

O participante afirma ainda que, para ofertas de renda fixa sujeitas a eventos de vencimento antecipado deliberados por quóruns de investidores, a elevada alocação da oferta a pessoas vinculadas pode oferecer relevante risco aos investidores regulares em termos de efetivo exercício das cláusulas de proteção e um potencial conflito de interesse. A ausência de informação objetiva acerca da potencial alocação de investidores vinculados dificultaria a correta avaliação desse risco.

As deficiências apontadas pelo participante também são observadas em outros mercados, como se verifica inclusive no já mencionado levantamento conduzido pela ASA. A despeito disso, a solução de exclusão completa de pessoas vinculadas não é comum em tais mercados e pode introduzir restrições que, a depender das condições da demanda pelo ativo, podem até inviabilizar determinadas ofertas, ao limitar a participação de potenciais investidores relevantes.

Diante disso, foi feita opção de seguir com o modelo originalmente apresentado na Minuta A no tocante ao afastamento das vedações aplicáveis a pessoas vinculadas sob determinadas condições, sendo oportuno desde logo deixar registrado que o tema deverá ser objeto de aprofundamento futuro, por exemplo, por meio de análise de resultado regulatório da norma ora editada.

A participação de pessoas vinculadas na oferta deve sujeitar-se às mesmas restrições aplicáveis à parcela da oferta não destinada ao procedimento de precificação, incluindo a observância de limites máximos para o pedido de reserva, seja em valor ou, “no caso da parcela prioritária, em proporção”.

Como os pedidos de reserva estabelecidos em ofertas públicas são tratados em valor ou em quantidade, B3 sugere uma simplificação do dispositivo com o uso desses termos (“valor ou quantidade”), em substituição à “proporção”. O ajuste também envolveria eliminação da menção à parcela prioritária.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.5.7 Oferta a mercado (art. 56; atual art. 57)

A oferta pública é considerada a mercado a partir da data de divulgação do aviso ao mercado e, nesse período, a instituição líder deve dar ampla divulgação à oferta.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ANBIMA sugere alteração no **caput** do art. 56 para deixar claro que a obrigação de divulgação da oferta é de todas as instituições intermediárias e não apenas da instituição líder.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.5.7.1 Aviso ao mercado (art. 56, § 1º; atual art. 57, § 1º)

O aviso ao mercado é um aviso resumido que dá ampla divulgação ao prospecto preliminar ou ao requerimento de registro automático. A Minuta A limita o conteúdo máximo do aviso ao mercado.

Mattos Filho sugere excluir o aviso ao mercado. Em sua visão, a necessidade de divulgação dos demais documentos previstos na norma, como a lâmina, prospecto preliminar e prospecto definitivo, abre espaço para a eliminação do aviso ao mercado, do anúncio de início de distribuição e possivelmente do anúncio de encerramento.

BTG considera que a divulgação de aviso ao mercado não se justifica em ofertas destinadas exclusivamente aos investidores profissionais, dotados de elevado nível de sofisticação e amplo conhecimento do mercado e dos ofertantes, que lhes permitem tomar as suas decisões de investimento em prazo exíguo.

A CVM considera que os avisos e anúncios são documentos de elaboração simples e que constituem marcos formais de início dos períodos de oferta a mercado e período de distribuição, trazendo maior clareza sobre o estágio em que a oferta se encontra. Sua divulgação não guarda relação direta com o nível de sofisticação e conhecimento do público-alvo da oferta.

Portanto, as propostas não foram acolhidas.

Entre as informações que devem constar no aviso está a menção à forma de obtenção do prospecto e da lâmina, quando requeridos. No caso de dispensa desses documentos – hipótese que a Minuta A associa às ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais – é necessária a inclusão de um alerta sobre essa dispensa.

Diversos participantes propõem ajustes a esse dispositivo, em linha com sugestões que já haviam apresentado a respeito da exigibilidade da lâmina e do prospecto.

Assim, Stocche Forbes, que se posiciona contra a existência da lâmina, sugere que ela deixe de ser mencionada no aviso ao mercado. Analogamente, ABRASCA, ABCD, ABIPAG e Cepeda, que



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

defendem a desnecessidade de elaboração de prospecto em ofertas voltadas a investidores qualificados, sugerem ajustes correspondentes no dispositivo que trata do alerta de dispensa de prospecto.

Considerando que as sugestões nesse tópico são meros desdobramentos de propostas de supressão de documentos já abordadas em outras seções deste relatório, a CVM reitera as observações feitas quando da apreciação das referidas propostas.

O aviso ao mercado também deve conter indicação do cronograma.

ANBIMA propõe excluir essa informação para a simplificação do aviso ao mercado, uma vez que o cronograma já consta no prospecto e, para ofertas destinadas a investidor profissional, nas quais esse documento não é exigido, o cronograma pode ser divulgado em qualquer outro documento entendido como público, a critério do consórcio de intermediários e do ofertante.

O aviso ao mercado é o marco de início de período de reservas e o cronograma é importante para compreensão da sucessão de etapas desde a reserva até a conclusão da oferta, inclusive no caso de ofertas destinadas exclusivamente a profissionais, nas quais o prospecto não é, em regra, obrigatório. Diante disso, e considerando, ainda, que o cronograma é uma informação já detida pelos agentes envolvidos na estruturação da oferta e que o restante do conteúdo do aviso encontra-se substancialmente reduzido, julgou-se que o cronograma deve ser mantido no aviso ao mercado.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.5.7.2 Disponibilização do prospecto preliminar (art. 56, § 2º; atual art. 57, § 2º)

Nos termos do art. 56, § 2º, o prospecto preliminar, quando utilizado, deve estar disponível pelo menos 5 dias úteis antes do prazo inicial para o recebimento de reservas.

Tendo em vista a proposta de redução dos prazos de análise indicada na Minuta A, também foi prevista, por consequência, a redução do período em que a oferta estaria a mercado. Diante disso, Mattos Filho propõe reduzir proporcionalmente o prazo de antecedência no qual o prospecto preliminar deverá estar disponível para permitir o início do recebimento de reservas, para não encurtar o tempo em que os investidores não institucionais possam fazer suas reservas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ANBIMA sugere substituir o termo “permitido” por “exigido”, uma vez que é permitido utilizar o prospecto em qualquer oferta, e reduzir o prazo de 5 para 2 dias úteis, uma vez que o investidor não necessitaria de 5 dias úteis para analisar o prospecto.

Inicialmente, como já comentado anteriormente, os prazos de análise foram ligeiramente ampliados em relação à proposta apresentada à Audiência Pública, embora não sejam superiores aos praticados atualmente.

De todo modo, em entrevistas com investidores institucionais no contexto da estruturação desta reforma normativa, houve frequentes relatos a respeito da exiguidade do prazo de análise. Assim, não parece estar claro que os investidores, mesmo os qualificados, poderiam ter seu prazo para análise reduzido.

Com relação ao termo “permitido”, de fato, não se trata da expressão adequada, mas “exigido” tampouco o é, uma vez que o prazo deve ser observado sempre que o prospecto for utilizado, ainda que em caráter facultativo. Uma terceira opção de redação foi adotada, de modo a refletir essa interpretação.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

### 2.5.7.3 Oferta a mercado e registro automático (art. 56, § 3º; atual art. 57, § 3º)

Quando a oferta é submetida ao rito de registro automático e destinada a investidores profissionais, o período mínimo em que a oferta deve permanecer a mercado é de 3 dias úteis.

Mattos Filho sugere excluir esse prazo mínimo, suprimindo o art. 56, § 3º, em sua totalidade, uma vez que, em se tratando de oferta destinada exclusivamente a investidores profissionais, é factível que o período de permanência em mercado possa ser ainda mais curto.

ANBIMA e BTG apresentam sugestão similar. Em síntese, argumentam que investidores profissionais são dotados de elevado nível de sofisticação e amplo conhecimento do mercado e dos ofertantes, o que lhes permitem tomar as suas decisões de investimento em prazo exíguo.

O período mínimo previsto neste dispositivo busca assegurar que a oferta seja conhecida pelo mercado. A ampla divulgação é uma premissa básica das ofertas públicas, mesmo que direcionadas apenas a investidores profissionais.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.5.8 Irrevogabilidade da oferta (art. 57; atual art. 58)

A oferta a mercado é considerada irrevogável, ainda que admitida a previsão de condições cujo implemento permita a revogação, desde que tais condições correspondam a interesses legítimos do ofertante, não dependam de sua atuação direta nem afetem o funcionamento normal do mercado.

Embora o dispositivo já esteja previsto na Instrução CVM nº 400, de 2003, B3 entende conveniente que a CVM indique nas regras situações que possam caracterizar “interesse legítimo” e “funcionamento normal do mercado”. A exemplificação dessas situações ajudaria a trazer segurança jurídica para o mercado, segundo o participante.

ANBIMA propõe alteração no **caput** do art. 57 de forma a manter similaridade com o atual art. 22 da Instrução CVM nº 400, de 2003, e esclarecer que as hipóteses de revogação da oferta estão previstas no art. 68.

As expressões empregadas neste dispositivo contam com histórico de aproximadamente 19 anos de utilização, sem que se tenha conhecimento de problemas relevantes de interpretação. Por outro lado, o acompanhamento da regra ao longo deste mesmo período trouxe evidências de que a expressão “funcionamento normal do mercado” pode ser eliminada.

Quanto aos ajustes sugeridos por ANBIMA, eles foram combinados com o texto originalmente apresentado na Minuta A, com objetivo de aprimoramento de redação, sem alterações substanciais de mérito.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

Nos termos do art. 57, parágrafo único, da Minuta A, as condições cuja implementação permite a revogação da oferta devem constar do prospecto, de aviso em destaque nos documentos da oferta (caso não haja prospecto) e do ato societário em que tenha sido deliberada a realização da oferta.

A respeito da divulgação em ato societário, Mattos Filho sugere excluir a menção ao termo “societário”, em linha com sua preocupação, também expressa em relação a outras disposições similares da Minuta A, de que isso poderia levar à interpretação sobre a necessidade de um ato societário do administrador fiduciário ou gestor de recursos de fundos de investimento, quando este for o ofertante.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

O participante também aponta outra dificuldade em relação ao dispositivo: o contrato de distribuição, no qual as condições são previstas, só é negociado no decorrer da oferta e próximo à precificação, de modo que seria inviável incluir disposições contratuais no ato societário.

Essa mesma ponderação é feita por ANBIMA, que defende a exclusão de todo o inciso que trata da divulgação no ato de deliberação sobre a realização da oferta. O participante entende que essa exigência aumentaria o custo de observância e não traria benefícios ao investidor, uma vez que tais condições já estarão descritas no contrato de distribuição e no prospecto.

A observação sobre a ausência de benefício ao investidor, uma vez que as condições já estarão previstas no prospecto, foi considerada pertinente e, conseqüentemente, o inciso III do parágrafo único do atual art. 58 foi excluído, como sugerido por ANBIMA. Conseqüentemente, ficam prejudicadas as demais sugestões.

### 2.5.9 Período de distribuição (art. 58; atual art. 59)

#### 2.5.9.1 Anúncio de início (art. 58, § 3º; atual art. 59, § 3º)

A Minuta A prevê a existência do anúncio de início de distribuição e disciplina seu conteúdo. Entre as disposições a esse respeito, destacam-se (i) a necessidade de dar ampla divulgação ao prospecto definitivo, com a indicação de como ele e a lâmina podem ser obtidos; e (ii) a referência a informações sobre o cronograma da oferta.

ANBIMA sugere ajustes nos trechos que mencionam prospecto e lâmina, com inclusão da expressão “conforme aplicável”, para refletir o fato de que tais documentos não estarão presentes em todas as ofertas.

Em relação ao cronograma da oferta, considerando que ele pode sofrer alteração, mesmo por fatos alheios às vontades das partes, o participante sugere prever que será apresentado de forma estimada pelos participantes da oferta.

ABIPAG propõe ajustes a esse dispositivo que seriam meros desdobramentos de sua sugestão, já descrita anteriormente, de dispensa de elaboração de prospecto em ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

O art. 58, § 3º, da Minuta A (atual art. 59, § 3º) foi ajustado no que tange ao prospecto e à lâmina, em linha com a sugestão de ANBIMA, porém a indicação em norma de que o cronograma é “estimado” não foi considerada necessária: por tratar de eventos futuros, há uma inerente incerteza sobre sua concretização, que já é naturalmente inferida pelos leitores sem a necessidade do acréscimo de redação sugerido.

Em relação às contribuições de ABIPAG, por se tratar de meros desdobramentos de propostas já abordadas em outras seções deste relatório, reiteram-se as observações feitas quando da apreciação das referidas propostas.

Assim, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

### 2.5.9.2 Período de distribuição mínimo (art. 58, § 4º; atual art. 59, § 4º)

A Minuta A prevê em seu art. 58, § 4º, que a oferta submetida a registro automático na qual não tenha havido período de oferta a mercado deve permanecer em distribuição por pelo menos 3 dias úteis.

ANBIMA e Mattos Filho sugerem a exclusão desse dispositivo, pois alegam que tal prazo poderia impedir a concretização de ofertas mais dinâmicas. Para ANBIMA, a proibição de liquidação imediata de operação que já conta com número suficiente de investidores deixaria de atender objetivos tanto do emissor como dos investidores acessados na emissão. O participante reitera ainda sua alegação de que ofertas sujeitas ao rito de registro automático são voltadas exclusivamente a investidores profissionais, com a sofisticação e conhecimento suficientes para tomar decisões em prazos exíguos.

Inicialmente, é oportuno frisar que existem ofertas sujeitas ao rito de registro automático que são voltadas a investidores qualificados e até mesmo ao público em geral.

De todo modo, em linha com o argumentado pelos participantes, é coerente considerar a oferta encerrada com a colocação de todos os valores mobiliários, ressalvada, no entanto, a possibilidade de tal colocação ter decorrido do exercício de garantia firme, previsão que foi incluída no § 4º do art. 59, da Resolução.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.5.10 Divulgação de fato relevante (proposta de novo artigo)

ABRASCA e Stocche Forbes observam que não foi prevista obrigação expressa de companhias ofertantes de valores mobiliários divulgarem fato relevante ao longo do processo para obtenção de registro de oferta pública, ainda que por rito de registro automático.

Os participantes consideram que uma previsão nesse sentido seria oportuna para eliminar dúvidas quanto à obrigação de divulgação de fato relevante que tenha por objeto informar o mercado sobre a realização de pedido de registro de oferta pública de valores mobiliários.

Segundo os participantes, a mudança ainda viria a trazer uniformidade sobre o tema, tendo em vista a coexistência, (i) de um lado, do art. 7º da Instrução CVM nº 471, de 6 de agosto de 2008 (que prevê a necessidade de divulgação do protocolo do pedido de análise prévia da oferta na entidade autorreguladora) e da atual Resolução CVM nº 44, de 2021, e, (ii) de outro lado, das Instruções CVM nº 400, de 2003, e 476, de 2009, que não preveem a divulgação de fato relevante.

A avaliação sobre a necessidade ou desnecessidade de divulgação de fato relevante a esse respeito segue os parâmetros gerais de divulgação de fato relevante definidos em regulamentação específica, sem conexão direta e necessária com a regra sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Mesclar tais temas essencialmente distintos, tratando da divulgação de fato relevante na presente regra, poderia ocasionar mais dúvidas do que viria a sanar.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.5.11 Apresentações para Investidores (art. 59; atual art. 60)

A Minuta A prevê a obrigatoriedade de divulgação, pelo ofertante e pela instituição intermediária, dos documentos de suporte a apresentações oferecidas a investidores. Contudo, essa obrigação só se aplica a ofertas voltadas exclusivamente a investidores profissionais em circunstâncias específicas, sendo uma delas a ocorrência de oferta prioritária destinada aos atuais detentores de valores mobiliários para mitigação do risco de diluição.

Duarte Garcia sugere que, no contexto das ofertas destinadas a investidores profissionais, a exigência de divulgação também se aplique quando a distribuição contar com o exercício do direito de preferência dos atuais detentores de cotas dos fundos de investimento ofertados.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A norma foi ajustada de modo a tratar tanto da oferta prioritária como do exercício do direito de preferência, tendo em vista a similaridade das duas situações para os fins de que trata o dispositivo.

Para fins de segurança jurídica, B3 entende ser necessário delimitar, ao menos exemplificativamente, quais documentos se enquadram na categoria “documentos de suporte”, como comunicações em mídias sociais, “hotsites”, dentre outros.

A CVM considera que são documentos de suporte a apresentação aqueles usados de forma privada a um determinado grupo de investidores durante as apresentações, com intuito de complementar, sintetizar ou facilitar a visualização de seu conteúdo, como slides, brochuras, vídeos etc. Dada a multiplicidade e constante evolução de tipos de documento de suporte, não se considerou proveitoso o exercício de enumerar em norma um contingente limitado de exemplos que poderia rapidamente tornar-se defasado.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.5.12 Preço da oferta (art. 60; atual art. 61)

#### 2.5.12.1 Procedimento de precificação (art. 60, § 2º; atual art. 61, § 2º)

Nos termos do art. 60, § 2º, o preço ou a taxa de remuneração dos valores mobiliários ofertados podem ser determinados por meio de procedimento de precificação destinado a uma parcela (tranche) constituída exclusivamente por investidores institucionais, desde que os critérios aplicáveis a sua fixação sejam indicados no prospecto preliminar.

Mattos Filho sugere não restringir o procedimento de precificação a investidores profissionais<sup>10</sup>.

ANCORD sugere que, além de investidores institucionais, investidores profissionais e qualificados possam participar do **bookbuilding**, pois tais investidores têm capacidade de analisar adequadamente os valores mobiliários e seus riscos, estando assim aptos a contribuir na formação de preço. Ademais, por haver alguma convergência de expectativas entre os investidores institucionais, a

<sup>10</sup> Em sua justificativa, o participante efetivamente se refere a investidores profissionais, embora a Minuta A trate de investidores institucionais. A redação sugerida pelo participante, entretanto, suprime qualquer restrição ao tipo de investidor que poderia participar do procedimento de precificação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

participação dos investidores profissionais e qualificados, com interesses e visões diferentes, tenderia a contribuir para melhorar a qualidade da formação de preço.

ANBIMA propõe segregar a forma de precificação a depender do tipo de valor mobiliário: para ações e valores mobiliários referenciados em ações, apenas investidores profissionais participariam da formação do preço; para os demais casos, qualquer investidor ao qual a oferta é destinada poderia participar da formação do preço.

O participante argumenta que, para as ofertas de emissão de valores mobiliários representativos de dívida, a participação de todos os tipos de investidores auxilia na formação de preço, especialmente para diversos títulos incentivados (CRA, CRI, debêntures de infraestrutura) que são majoritariamente adquiridos por investidores que não são profissionais.

JGP sugere aprimorar o conceito de **bookbuilding**, definindo-o como “processo de definição de preço da oferta a partir da coleta irrestrita de ordens de investimentos recebidas por investidores que integrem o público-alvo definido para a oferta”. Do mesmo modo, sugere que a parcela prioritária seja definida como “volume da oferta informado como alocação a partes relacionadas previamente especificado na documentação disponível aos investidores”.

Ao restringir a participação no processo de formação de preço da oferta apenas a investidores dos quais se espera maior capacidade de análise, busca-se conferir maior hígidez a esse processo e maior confiabilidade ao preço dele resultante. Nos moldes em que formulada, a limitação ainda permite a participação de um contingente expressivo de investidores, o que permite que múltiplos pontos de vista sejam incorporados à formação do preço, ao mesmo tempo em que mitiga o risco de eventuais distorções na alocação de capital.

Adicionalmente, vale relembrar que a definição de “investidores institucionais” foi substituída ao longo da norma – com impactos relacionados a quem pode participar do **bookbuilding** – por “investidores profissionais”, o que já amplia o grupo de investidores elegíveis, ao incluir pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões e que atestem por escrito sua condição de investidor profissional.

Feitas essas considerações, a sugestão da ANBIMA foi aceita parcialmente, tendo sido incluído dispositivo para prever tratamento diferenciado às ofertas de debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis em ações, títulos representativos de renda fixa e títulos de securitização e permitir que



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

investidores qualificados participem do procedimento de formação de preço, hipótese refletida no art. 61, § 3º, da norma.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

White Box e Vieira Rezende trazem considerações sobre vantagens das chamadas **direct public offerings** (DPO), ou simplesmente **direct listings**, especialmente sob a forma de redução de custos. Para viabilizar esse modelo de listagem, entendem oportuna a inclusão de previsão de que, nos casos em que venha a ser adotado, todos os destinatários da oferta possam participar da precificação.

Embora sem uma sugestão diretamente ao tópico de procedimento de precificação, ABVCAP também tece considerações favoráveis ao **direct listing**, que considera vir se provando uma alternativa viável para empresas consolidadas levantarem capital. Iniciativas recentes estariam demonstrando sucesso crescente e isso estaria ocorrendo em harmonia com os agentes do sistema tradicional, que encontram papel relevante no entorno de tais operações e nas etapas que a ela se seguem.

A adaptação necessária para o enfrentamento de questões ligadas à listagem direta envolve uma reformulação substancial em conceitos centrais da presente proposta de reforma e demandaria ainda diversos ajustes acessórios, sobre os quais os demais participantes da Audiência Pública não teriam tido oportunidade de trazer suas contribuições.

Assim, a proposta demandaria maior aprofundamento antes de eventualmente ser incorporada à regra. Contudo, vale registrar que a CVM espera revisitar o tema assim que possível, observada a dinâmica de priorização de temas de sua Agenda Regulatória.

### 2.5.12.2 Divulgação do preço ou taxa (art. 60, § 3º; atual art. 61, § 4º)

Uma vez determinado o preço ou taxa de remuneração, por meio do procedimento de **bookbuilding**, sua divulgação deve ocorrer em 1 dia útil por meio do anúncio de início de distribuição e do prospecto definitivo.

Vidigal Neto sugere aumentar do prazo para divulgação do anúncio de início, tendo em vista o tempo eventualmente necessário para a tomada das providências exigidas.

ANBIMA pondera que o dispositivo deve ser consistente com o art. 47, que estabelece o prazo para a divulgação do anúncio de início de distribuição. Assim, tal art. 47 seria aplicável apenas na hipótese



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

de não haver **bookbuilding**; do contrário, o art. 60, § 3º, seria então aplicável, dependendo a divulgação também da concessão do registro.

A Instrução CVM nº 400, de 2003, estabelece, para essa mesma situação, a necessidade de divulgação do preço ou taxa de juros definitivos “no próprio dia em que forem fixados”, dinâmica que tem funcionado nesses anos de vigência da norma e, ainda assim, a nova regra acrescenta um dia ao prazo atual. Diante disso, acredita-se que o prazo indicado seja suficiente para a apresentação de um dado objetivo simples, porém central na estrutura da oferta.

Em relação à proposta apresentada por ANBIMA, a questão levantada foi considerada pertinente e levou a um ajuste na norma, desvinculando a divulgação do preço da divulgação do anúncio de início de distribuição, de modo que os prazos de ambos não precisem ser unificados. Assim, embora a divulgação do anúncio de início e do preço da oferta no prazo de um dia útil da definição do preço atenda às exigências da norma, não há obrigatoriedade de que isso ocorra dessa forma, ou seja, o preço da oferta e o anúncio de início não precisam estar consubstanciados em uma mesma divulgação e podem ocorrer nos prazos de um e dois dias úteis, respectivamente.

### 2.5.12.3 Preço como condição de registro (art. 60, § 4º; atual art. 61, § 5º)

A Minuta A prevê que o preço ou taxa de remuneração definitivos são condição para a concessão do registro definitivo da oferta.

White Box e Vieira Rezende, tendo em vista seu propósito de viabilizar listagens diretas, nas quais a definição do preço se dá via leilão em mercados organizados de valores mobiliários, entendem que nessa hipótese a concessão do registro da oferta não deveria estar condicionada ao preço.

Conforme anteriormente mencionado, a viabilização da listagem direta tem o potencial de demandar uma ampla reformulação da norma proposta, da qual o ponto destacado pelo participante é apenas um exemplo. Por isso, um maior aprofundamento e debate com participantes de mercado são necessários antes de sua eventual incorporação à norma, motivo pelo qual a sugestão não foi acatada.

### 2.5.12.4 Preços distintos em caso de direito de preferência (art. 60, proposta de novo parágrafo)

André Bacci salienta a existência de controvérsia em torno dos custos de emissão de cotas de fundos fechados, especialmente fundos imobiliários, nos quais o crescimento e a popularização da





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

indústria não estariam beneficiando a atual base de cotistas. Em síntese, essa base estaria arcando com os mesmos custos de emissão dos novos cotistas, sem que efetivamente exista um esforço de venda substancial direcionado à base original de cotistas ou que a eles seja transferido parte dos ganhos de escala alcançados pelo crescimento do fundo.

Para mitigar esse problema, propõe a inclusão de novos dispositivos que permitam: (i) a definição de preços e condições mais favoráveis, no caso do direito de preferência, em função de interesses legítimos dos atuais acionistas ou cotistas; e (ii) a redução do preço da oferta em função dos custos efetivos de distribuição, principalmente em relação ao exercício de direitos de preferência da oferta.

Ainda a propósito de custos de emissão de cotas de fundos, Renan Ulrich compartilha a mesma percepção de que são injustificadamente elevados e dificultam a manutenção de participações anteriores às detidas antes da oferta. O participante sugere criar mecanismos que reduzam consideravelmente tais custos, principalmente para os cotistas de fundos imobiliários.

A alegação de que inexistente esforço de venda direcionado à base de cotistas não pode ser generalizada, pois há diversos casos em que essa prática é verificada, sobretudo quando a base de investidores se encontra pulverizada. Assim, é comum que a adesão dos atuais cotistas a novas ofertas públicas decorra do esforço de divulgação, que torna o exercício do direito de preferência um componente essencial de tais ofertas.

Ademais, a situação é análoga à das ofertas primárias de ações, cujos custos de distribuição recaem sobre a companhia emissora e, por extensão, a todos os seus acionistas. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.5.13 Suitability (art. 62; atual art. 64)

O art. 62 da Minuta A contém menção ao dever das instituições intermediárias de verificar a adequação do investimento ao perfil de risco de seus respectivos clientes e, adicionalmente, de diligenciar para verificar se os investidores por elas acessados podem adquirir os valores mobiliários ofertados ou se há restrições que os impedem de fazê-lo.

ANBIMA entende que, no contexto dos deveres de que trata este dispositivo, cada instituição intermediária deve adotar seus próprios procedimentos, considerando as regras aplicáveis. Nesse sentido,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

sugere a inclusão de um parágrafo único de modo a esclarecer que não há documento obrigatório de **suitability** a ser obtido por cada instituição intermediária em cada oferta.

A norma não trata de procedimentos e documentos específicos a serem adotados pelos intermediários, mesmo porque já há outra norma que rege especificamente o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Assim, a sugestão foi considerada fora do escopo da presente Audiência Pública.

### 2.5.14 Recebimento de reservas (art. 63; atual art. 65)

O art. 63 lista condições que possibilitam o recebimento de reservas para subscrição ou aquisição de valores mobiliários objeto da oferta pública.

Mattos Filho sugere ajustar o texto de modo a esclarecer que ele trata da hipótese de recebimento de reservas “antes da concessão do registro do registro da oferta”.

O objetivo alegado pelo participante é permitir a realização de reservas durante período de exercício de direito de preferência após a concessão do registro da oferta, procedimento usualmente adotado para fundos que possuam direito de preferência em ofertas subsequentes.

A norma não impede a realização de reserva após a concessão do registro. De todo modo, a redação do atual art. 65, II, foi alterada para fins de esclarecimento em relação a esse ponto. Ademais, conforme mencionado no item próprio deste relatório, a definição de oferta a mercado foi modificada de modo a abranger o período de distribuição.

#### 2.5.14.1 Divulgação (art. 63, II; atual art. 65, II)

O recebimento de reservas só pode ocorrer após a prévia divulgação do aviso ao mercado e a disponibilização do prospecto preliminar.

B3 propõe uma remissão ao art. 52, § 2º,<sup>11</sup> para vincular a divulgação e disponibilização de tais documentos ao prazo de antecedência cuja observância é exigida pela norma.

<sup>11</sup> O participante efetivamente indica o art. 52, § 2º, embora aparentemente sua intenção tenha sido referir-se ao art. 56, § 2º.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A sugestão resta prejudicada em razão do ajuste ao art. 65, II, comentado anteriormente, que deixou de conter referência direta ao aviso a mercado e ao prospecto.

### 2.5.14.2 Depósito (art. 63, § 2º; atual art. 65, § 2º)

A Minuta A traz normas sobre o depósito para reservas e, ao fazê-lo, usa a expressão “depósito em dinheiro”, além de referir-se à instituição mantenedora da conta do depósito como uma “instituição financeira autorizada”.

ABIPAG sugere substituir “depósito em dinheiro” por “depósito dos recursos”, a fim de abarcar hipóteses em que seja permitida a transferência de recursos com base em moeda escritural ou eletrônica (esta última, nos termos do art. 6º, VI, da Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013), evitando dúvidas sobre se há necessidade de que o depósito realmente seja feito em dinheiro em espécie.

ABIPAG entende ainda que o depósito para reservas poderia ser realizado não só em contas mantidas em instituição financeira autorizada, mas também em instituições de pagamento, isto é, em contas de pagamento, nos termos do art. 6º, IV, da Lei nº 12.865, de 2013, e comenta também que restringir referidas redações apenas a instituições financeiras não seria cabível e não resultaria em proteções adicionais aos investidores. ABCD apresenta proposta essencialmente idêntica.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na versão final da regra. Em relação ao trecho que originalmente referia-se a instituições financeiras, optou-se por utilizar expressão mais genérica, capaz de comportar o depósito dos recursos em qualquer instituição que tenha capacidade para recebê-lo, segundo regulamentação do Banco Central do Brasil.

O dispositivo faz menção à instituição líder, como aquela que deve indicar a instituição que receberá os depósitos.

ANBIMA, em linha com sugestões similares ao longo da Minuta A, propõe substituir a menção à instituição líder por referência a instituições intermediárias.

Tendo em vista a sensibilidade da indicação da instituição responsável por receber os depósitos, bem como a responsabilidade associada a essa indicação, julgou-se mais adequado que tal atribuição permanecesse centralizada no coordenador líder. Portanto, a sugestão não foi acolhida.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.5.14.3 Documento de aceitação (art. 63, § 4º; atual art. 65, § 4º)

A Minuta A se refere à solicitação de reserva como um documento contratual de aceitação dos termos e condições da oferta pública.

B3 sugere substituir o termo "documento" pela expressão "qualquer meio" (tela de sistema, mensagem, arquivo, documento, voz), o que tornaria mais abrangente a maneira pela qual o potencial investidor pode efetuar a sua solicitação de reserva.

ANBIMA propõe substituir o termo "documento" por “ato”.

A substituição sugerida por ANBIMA, embora rejeitada em outros trechos da norma, foi considerada pertinente no contexto do atual art. 65. O acolhimento desta proposta também contempla o objetivo visado por B3. Vale observar, ainda, que foram suprimidas outras menções ao “documento” de solicitação de reservas ao longo do art. 65.

### 2.5.14.4 Possibilidade de desistência (art. 63, § 5º; atual art. 65, § 5º)

O art. 63, § 5º, da Minuta A aborda a possibilidade de desistência do pedido de reserva por divergência relevante entre as informações do prospecto preliminar e do prospecto definitivo.

B3 sugere deixar claro que tal desistência não poderia ocorrer após a liquidação da oferta. Por ser a etapa final do processo, o período de desistência não poderia ultrapassá-la.

Não se reputa admissível a hipótese de manter o investidor vinculado a um pedido de reserva feito com base nas informações de um prospecto preliminar quando posteriormente sobrevêm mudanças significativas no prospecto definitivo, ou seja, mudanças que alteram pressupostos com base nos quais a reserva foi solicitada.

Se a liquidação representasse um óbice intransponível à possibilidade de desistência do investidor, a própria dinâmica da oferta deveria ser alterada. No entanto, a CVM acredita que, a despeito das dificuldades operacionais acarretadas pela desistência de uma oferta após sua liquidação, trata-se de um procedimento possível de ser executado e o regime que prevê a adoção dessa medida satisfatoriamente concilia os interesses de todos os envolvidos na oferta.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.5.14.5 Conteúdo da solicitação (art. 63, § 6º; atual art. 65, § 6º)

A solicitação de reserva disponibilizada ao investidor tem seu conteúdo mínimo previsto na norma e inclui, dentre outras informações, as condições aplicáveis caso a oferta conte com a possibilidade de distribuição parcial.

Diante disso, Andre Bacci argumenta que nos documentos de emissões restritas, há algum detalhamento das condicionantes em caso de emissão parcial, mas nenhum detalhamento em caso de excesso de demanda, o que viabiliza o planejamento em uma direção, mas não em outra. Assim, propõe a necessidade de que a solicitação de reserva indique também as condições aplicáveis caso a oferta tenha excesso de demanda.

A distribuição parcial tem maior probabilidade de acarretar implicações adversas para o investidor, por exemplo, sob a forma de liquidez reduzida em mercado secundário ou inviabilidade da destinação de recursos prevista na oferta. Não há paralelo entre tais situações e aquelas que podem resultar do cenário em que a demanda excede o montante ofertado. Ademais, os documentos da oferta já contemplam informações que podem ser de interesse do investidor nesse cenário ao cobrir tópicos como lotes adicional e suplementar, por exemplo.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.5.15 Modificação da oferta (art. 65; atual 67)

#### 2.5.15.1 Modificação em oferta de rito ordinário (art. 65, §§ 1º e 3º; atual art. 67, §§ 1º e 3º)

As modificações de oferta realizadas após a concessão do registro em ofertas sujeitas ao rito de registro ordinário dependem de aprovação prévia da SRE.

Durante o processo de revisão das Minutas, a CVM identificou a possibilidade de excepcionar os casos de modificação exclusivamente relacionada ao cronograma, tendo em vista o caráter objetivo de tais alterações. A versão final da regra foi ajustada neste sentido.

Foram também promovidos ajustes no atual art. 67, § 3º, que trata de modificações de oferta antes da concessão de registro, exclusivamente com objetivo de esclarecer que o dispositivo se aplica a casos de ofertas sujeitas ao rito de registro ordinário.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.5.15.2 Aprovação tácita (art. 65, § 4º; atual art. 67, § 4º)

Ao tratar dos prazos de análise de requerimento de revogação ou modificação de oferta, a norma não prevê o deferimento tácito após o transcurso do prazo de manifestação da SRE.

ANBIMA propõe a inclusão de previsão nesse sentido, tornando mais clara a dinâmica de prazos estabelecidos e alinhando a redação com o texto do atual art. 25, § 1º, da Instrução CVM nº 400, de 2003.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra, por meio da inclusão do art. 67, § 6º.

### 2.5.15.3 Prorrogação do prazo da oferta (art. 65, § 6º; atual art. 67, § 7º)

A Minuta A prevê que, tendo deferido a modificação da oferta, a SRE pode, por sua própria iniciativa ou a requerimento do ofertante, prorrogar o prazo de distribuição da oferta por até 90 dias.

Mattos Filho propõe eliminar a possibilidade de prorrogação por iniciativa da SRE. O participante argumenta que a adesão ao princípio da motivação da administração pública não deve ser discricionária, nos termos do art. 2º, **caput**, da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, e destaca que a ampliação deste prazo superaria o prazo de 60 dias previsto no art. 36.

A hipótese de que trata este dispositivo somente ocorre em situações excepcionais e as decisões tomadas pela SRE nesses casos já são devidamente motivadas, em atendimento à Lei nº 9.784, de 1999, considerando as circunstâncias de cada caso, especialmente no que diz respeito ao impacto da alteração para o investidor.

Vale ainda observar que a ampliação de prazo em questão não envolve o registro da oferta e tampouco impede a prática de atividade econômica, razão pela qual a referência ao prazo de 60 dias não é pertinente ao tópico em questão.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.5.15.4 Modificação em favor dos investidores (art. 65, §§ 7º e 9º; atual art. 67, § 8º)

As modificações de oferta para melhorá-la em favor dos investidores ou para renúncia de condição estabelecida pelo ofertante não demandam autorização prévia da SRE.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Mattos Filho sugere acrescentar a essas duas hipóteses uma terceira: a de redução do volume de valores mobiliários ofertados que não altere de maneira relevante a consecução dos objetivos pretendidos pelo emissor com a destinação dos recursos captados. O participante comenta que isso daria melhor tratamento a tais situações e pode fazer a diferença para viabilizar a conclusão de ofertas com demanda aquém do inicialmente previsto.

Para casos descritos pelo participante, a norma já contempla a possibilidade de distribuição parcial, que não é considerada modificação de oferta, uma vez que já está prevista nos documentos da oferta. Caso se trate de uma situação não prevista, a hipótese evidentemente destoa dos demais casos em que há inequívoco benefício aos investidores, logo uma análise mais detida de fato se justifica. Portanto, a proposta não foi acolhida.

Ainda a propósito do tema, cabe observar que a norma foi ajustada para esclarecer que o ofertante que modifica a oferta em favor dos investidores também conta com a possibilidade de requerer prorrogação do prazo de distribuição da oferta por até 90 dias.

Adicionalmente, para fins de clareza da redação, o § 9º foi excluído e seu conteúdo foi realocado para o art. 69, § 2º.

Caso a SRE entenda que a modificação não melhora a oferta em favor dos investidores, pode determinar a necessidade de comunicação aos investidores para que confirmem o interesse em manter a aceitação da oferta.

ANBIMA sugere que seja apresentada justificativa e comprovação a embasar eventual decisão nesse sentido por parte da SRE.

A necessidade de fundamentação da decisão decorre de lei e não demandaria mudança na resolução a ser editada pela CVM. Há diversas decisões que devem ser proferidas acompanhadas da devida fundamentação e mencionar essa circunstância a cada vez que as decisões fossem referidas na norma tornaria o texto desnecessariamente extenso. Portanto, a proposta não foi acolhida.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.5.15.5 Contratação de novos distribuidores (art. 65, proposta de novo parágrafo)

Cepeda propõe afastar do regime de modificação da oferta a contratação de novos distribuidores e a rescisão de contrato de distribuição, desde que tais alterações ocorram antes da divulgação do aviso ao mercado.

A adoção dessa sugestão traria flexibilidade contratual para emissor e ofertante que, por razões diversas, podem ter a necessidade comercial ou operacional de contratar novos distribuidores ou rescindir o contrato de distribuição com aqueles já contratados. Uma vez que isso seria permitido apenas nos casos de alterações anteriores à divulgação do aviso ao mercado, ficariam mantidas a proteção e segurança da informação ao público investidor.

Pelo regime proposto na regra, as modificações de oferta realizadas antes da concessão do registro da oferta não dependem de prévia aprovação (atual art. 67, § 3º), o que já confere flexibilidade ao emissor ou ofertante no tocante à contratação de distribuidores.

Adicionalmente, também em linha com a maior flexibilidade desejada pelo participante, o atual art. 70, § 4º, passou a prever que rescisões de contrato com instituições integrantes do consórcio de distribuição só implicam cancelamento do registro da oferta se envolverem um dos coordenadores.

Já em relação a modificações da oferta posteriores à concessão do registro, por se tratar de hipótese menos frequente e com maiores impactos potenciais sobre a estrutura da oferta, a necessidade de aprovação prévia se faz presente e foi mantida na regra.

### 2.5.15.6 Interação com entidade administradora (art. 65, proposta de novo parágrafo)

B3 entende conveniente que a SRE, quando da avaliação de pedidos de modificação ou revogação da oferta, interaja junto à entidade administradora do mercado que está recebendo a oferta no sentido de verificar a viabilidade do cancelamento da oferta dado o estágio da mesma vis-à-vis o cronograma divulgado.

Nesse sentido, o participante ressalta que a avaliação sobre o cancelamento da oferta deveria considerar, principalmente: (i) o deslocamento do cronograma, adiando as atividades a partir do momento em que se abre o período para cancelamento; e (ii) que o período de desistência não poderia ocorrer após a liquidação da oferta, uma vez que ela é definitiva.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Os impactos da decisão sobre modificação ou revogação de oferta devem, de fato, ser ponderados no tocante aos aspectos mencionados pelo participante e mesmo à luz de outros aspectos que também podem ser relevantes. Todavia, isso já ocorre atualmente e faz parte do desempenho das atividades da Autarquia, não sendo necessária uma previsão normativa nesse sentido.

Especificamente a propósito da menção de desistência da oferta após sua liquidação, cabe reiterar as observações feitas anteriormente no sentido de que tal direito não deve ser retirado do investidor, a despeito das dificuldades operacionais envolvidas.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.5.16 Divulgação de modificação (art. 67; atual art. 69)

O art. 67 trata do dever de cientificar o investidor sobre modificações da oferta. Nos termos desse dispositivo, as entidades integrantes do consórcio de distribuição devem “se acautelar e se certificar, no momento do recebimento do documento de aceitação da oferta, de que o manifestante está ciente de que a oferta original foi alterada e de que tem conhecimento das novas condições”.

ANBIMA sugere que o dever das entidades integrantes do consórcio seja o de “se acautelar de que os potenciais investidores estejam cientes de que a oferta original foi alterada e de suas novas condições”.

O comentário foi considerado pertinente e a redação do dispositivo foi alterada, porém com ajustes em relação à sugestão do participante. Foram mantidos o termo “se certificar” e a referência ao documento de aceitação da oferta, uma vez que a manifestação de ciência do investidor sobre a modificação da oferta tende a se materializar em tal documento. Adicionalmente, esse registro documental é relevante para dirimir controvérsias que possam surgir em um contexto de modificação de oferta. Assim, a sugestão foi parcialmente acolhida.

#### 2.5.16.1 Possibilidade de desistência (art. 67, §§ 1º e 3º; atual art. 69, §§ 1º e 5º)

A Minuta A prevê que, nos casos de modificação da oferta, investidores que já tenham aderido à oferta sejam comunicados para que confirmem a declaração de aceitação, no prazo mínimo de 5 dias úteis “contados do recebimento da comunicação”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Considerando que as comunicações sobre a oferta são feitas nos mesmos meios de comunicação, Mattos Filho sugere que o prazo seja contado da disponibilização de tais comunicações. Além disso, caso o prazo conte da data de notificação, prossegue o participante, eventual instituição consorciada que não tenha promovido a notificação em tempo adequado poderá causar impacto no cronograma da oferta.

Este argumento é ecoado também por ANBIMA, que apresenta proposta de redação similar, acrescentando ainda outros ajustes de redação sem alteração substancial no mérito.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na versão final da regra.

Nos termos do § 3º do art. 67, os documentos de comunicação com os investidores sobre a modificação da oferta e as respectivas manifestações de resposta com a confirmação ou desistência devem ser mantidos à disposição da CVM.

Mattos Filho propõe a exclusão dessa obrigação, pois considera que manter à disposição da CVM todos os e-mails enviados sobre eventual modificação da oferta é extremamente oneroso para as instituições intermediárias. Segundo o participante, se o dispositivo for mantido, fará com que os valores mobiliários ofertados só possam ser colocados junto a investidores que se manifestem afirmativamente sobre a modificação.

Com a alteração promovida no § 1º, o ônus de manutenção dos documentos tende a ser reduzido. De todo modo, trata-se neste caso da comprovação da comunicação de modificação da oferta e da resposta do investidor diante dessa modificação, dois elementos centrais na subscrição ou aquisição dos valores mobiliários ofertados. Assim, verifica-se que é um custo cuja imposição se justifica.

Portanto, a proposta não foi acolhida.

Por fim, é válido observar que, durante a revisão dos comentários, a CVM identificou necessidade de ajustar a norma no sentido de esclarecer que o rito de comunicação das modificações da oferta, incluindo a possibilidade de desistência da adesão, também deve ser adotado nos casos de modificação que demande aprovação prévia e comprometa a execução do cronograma previamente estipulado. O ajuste foi levado a efeito por meio da inserção do atual art. 69, § 3º.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.5.17 Suspensão ou cancelamento da oferta pela SRE (art. 68; atual art. 70)

O art. 68 da Minuta A enumera hipóteses em que a SRE pode suspender ou cancelar a oferta pública, sendo duas delas as seguintes: (i) a oferta estar se processando em condições diversas da Resolução ou do registro; e (ii) a oferta ser considerada ilegal, contrária à regulamentação da CVM ou fraudulenta, ainda que após a obtenção do registro.

ANBIMA sugere unificar essas duas hipóteses, uma vez que ambas tratam de realização da oferta em condições contrárias à legislação vigente, à resolução ou ao registro.

Ainda que, em tese, os incisos pudessem ser combinados – dado que uma oferta se processando em condições diferentes da Resolução ou do registro é uma oferta irregular –, sua separação promove maior clareza e compreensibilidade da norma. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

#### 2.5.17.1 Rescisão do contrato de distribuição (art. 68, §§ 4º e 5º; atual art. 70, §§ 4º e 5º)

A Minuta A prevê que a rescisão do contrato de distribuição decorrente de inadimplemento de qualquer das partes importa no cancelamento do registro da oferta, porém a rescisão voluntária por qualquer outro motivo não implica revogação da oferta.

Cepeda pondera que, em oferta na qual haja pluralidade de distribuidores, a consequência de cancelamento da oferta deveria se operar apenas se a rescisão ocorrer em relação à instituição líder ou ao coordenador, e não com um dos distribuidores contratados, mesmo que por força de inadimplemento.

ANBIMA propõe incluir como hipóteses adicionais que importam cancelamento da oferta: (i) a não verificação de condições suspensivas previstas no contrato de distribuição; e (ii) sua rescisão motivada.

No primeiro caso, estaria presente uma situação de ineficácia do contrato e, no segundo, a ocorrência de fenômenos alheios às vontades das partes e previstos no contrato (como eventos de natureza política, modificações regulatórias, alteração adversa nas condições reputacionais do emissor etc.) capazes de implicar aumento substancial de risco para os contratantes, o que justificaria que a oferta não tivesse continuidade.

A sugestão de Cepeda foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

As demais sugestões, na forma como apresentadas, abrem espaço para interpretações subjetivas e dúvidas no tocante à vigência do contrato de distribuição e, conseqüentemente, à oferta, que, nos termos do atual art. 58, é considerada irrevogável.

Ademais, o art. 58 já trata da hipótese de a oferta estar sujeita a condições que correspondam a interesse legítimo do ofertante, que é um dos casos aventados por ANBIMA. Nesse sentido, apenas para trazer mais clareza em relação a esse ponto, foi feita uma remissão do art. 70, § 4º, ao referido art. 58.

Em relação à hipótese de rescisão voluntária, que não implica revogação da oferta, Vidigal Neto sugere ajuste de redação para prever a aplicação ao caso dos §§ 1º a 3º do mesmo art. 68, que tratam de procedimentos pertinentes à suspensão da oferta. O objetivo indicado pelo participante é contar com um procedimento de continuidade da oferta, dado que ela não será revogada.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra, ainda que com redação distinta da sugerida pelo participante.

### 2.5.18 Divulgação da suspensão ou cancelamento (art. 69; atual art. 71)

O art. 69 trata da divulgação da suspensão ou do cancelamento da oferta, inclusive no tocante à comunicação aos investidores que já tenham aceitado a oferta, para que possam revogar tal aceitação, se desejarem. A Minuta A faz menção à comprovação de recebimento dessa comunicação pelos investidores.

Considerando que as comunicações sobre a oferta são feitas nos mesmos meios de comunicação, Mattos Filho argumenta que não há que se falar em ausência de acesso à informação pelo investidor no caso de suspensão da oferta. Além disso, o participante ressalta que, caso o prazo para revogação da aceitação seja contado da data de notificação, eventual instituição consorciada que não tenha notificado em tempo adequado poderá causar um impacto no cronograma da oferta.

B3, argumentando em direção convergente, lembra que o controle relacionado ao recebimento da comunicação pelo investidor pode ser complexo e de difícil comprovação.

A questão é similar àquela objeto do atual art. 69, § 1º, logo as redações de ambos os dispositivos foram harmonizadas, em linha com as sugestões dos participantes.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.5.19 Distribuição parcial (art. 71; atual art. 73)

O art. 71 da Minuta A prevê tópicos a serem abrangidos pelo “ato societário” que deliberar sobre a oferta pública. Dentre outras informações, ele deve especificar, se for o caso, a quantidade mínima de valores mobiliários ou o montante mínimo de recursos para os quais será mantida a oferta.

Em linha com sugestões similares feitas em diversos trechos ao longo da Minuta A, conforme já relatadas, Mattos Filho sugere a exclusão do termo “societário” em relação ao ato que deliberar sobre a oferta.

Por seu turno, B3 comenta que a quantidade mínima de valores mobiliários ou o montante mínimo de recursos para os quais será mantida a oferta deve sempre ficar explícita. Por isso, sugere a exclusão do termo “se for o caso” do art. 71, **caput**.

As propostas foram consideradas pertinentes e refletidas na versão final da regra.

#### 2.5.19.1 Informações sobre destinação de recursos (art. 71, § 1º; atual art. 73, § 1º)

Caso esteja prevista a possibilidade de distribuição parcial, o prospecto e os documentos da oferta devem indicar eventuais fontes alternativas de captação de recursos.

B3 sugere a exclusão da obrigação de divulgação de fonte alternativa, por considerar que ela pode ser alterada a depender da adoção de distribuição parcial.

ABIPAG sugere que a exigência de prestação de informação sobre fontes alternativas de recursos seja aplicável apenas aos casos em que a finalidade da destinação dos recursos não possa ser concretizada com base no montante captado via distribuição parcial, considerando que a forma de captação de uma companhia é uma decisão estratégica de cada entidade e deve ser publicizada apenas se efetivamente necessária e, se for o caso, com a devida parcimônia.

Alternativamente, ABIPAG acredita que não seja necessário prever, desde logo, as exatas fontes alternativas que serão utilizadas para captação, mas sim opções que o emissor tenha para concretizar o projeto vislumbrado. Nesse sentido, haveria indicação das potenciais fontes alternativas, sem especificação de montantes, contrapartes e estruturas jurídicas a serem utilizadas.

Uma parte importante da decisão de investimento em determinada oferta pública é a destinação dos recursos captados, pois ela pode definir o nível de endividamento futuro, a disponibilidade



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

imediate de recursos pelo emissor, os meios de geração de resultados e, em consequência de todos esses fatores, a própria viabilidade econômico-financeira da oferta.

A destinação deve ser descrita de acordo com as reais expectativas do emissor, podendo envolver, por exemplo, um único projeto, um projeto com diferentes fases complementares, diferentes projetos independentes ou captação para capital de giro. É necessário esclarecer ao investidor a extensão em que esses objetivos permanecerão viáveis se a captação não for integral, ou seja, qual o mínimo necessário para cada projeto ou se o projeto só será realizado com o valor integral.

Se houver previsão de captação mínima abaixo do necessário para o projeto, devem ser descritas as fontes alternativas de recursos para complementar a captação pela oferta. O nível de detalhamento para essa divulgação é o mesmo esperado para as demais informações no contexto da oferta, devendo ser úteis para a tomada de decisão do investidor quanto a aderir a oferta. Neste sentido, o ofertante deve evitar detalhamento excessivo sem tampouco incorrer em declarações excessivamente vagas que possam sugerir um acesso a fontes alternativas sem perspectivas concretas de viabilidade.

Considerando que essa já é a diretriz estabelecida para a divulgação de informações no contexto da oferta de modo geral e que os ajustes sugeridos não trariam maior clareza sobre esse ponto em particular, as propostas não foram acatadas.

### 2.5.19.2 Efeitos sobre subscrições e aquisições (art. 71, § 2º; atual art. 73, § 2º)

O art. 71, § 2º, estabelece que, exceto se de outro modo dispuserem a lei ou os termos e condições da oferta, as subscrições e aquisições ocorridas em oferta pública com distribuição ou captação parcial não são afetadas, caso autorizadas pelo órgão competente e realizadas dentro do valor mínimo.

Vidigal Neto considera que, dada a possibilidade de o investidor condicionar a sua aceitação da oferta no caso de distribuição parcial, nos termos do art. 72, uma referência a esse dispositivo deve ser feita no art. 71, § 2º.

O ajuste sugerido não foi considerado necessário, dado que o dispositivo já menciona a necessidade de observância aos termos e condições da oferta, que devem incluir a possibilidade de adesão condicionada nos casos em que a norma assim o exige.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.5.19.3 Restituição de valores aos investidores (art. 71, §§ 3º e 4º; atual art. 73, §§ 3º e 4º)

O art. 71, § 3º, prevê a restituição aos investidores dos valores, bens e direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários caso não tenha havido a distribuição integral e não tenha sido autorizada a distribuição parcial. O § 4º estende essa obrigação ao caso dos investidores que tenham condicionado sua adesão à oferta à distribuição total dos valores mobiliários.

Vidigal Neto sugere ajustar o § 4º para nele incluir a hipótese de ter sido autorizada a distribuição parcial, mas o montante mínimo não ter sido atingido. Em relação aos investidores que tenham condicionado sua adesão, o participante entende que poderia ser feita remissão ao art. 72, que trata não apenas da condição à distribuição da totalidade dos valores mobiliários, mas de uma quantidade especificada pelo investidor, entre o mínimo e a totalidade dos valores mobiliários objeto da oferta.

Por seu turno, B3 argumenta que o § 4º é dispensável, pois se a oferta não alcança o montante mínimo, os recursos devem ser integralmente devolvidos para todos os investidores, uma vez que a operação não estaria mais vigente.

O argumento apresentado por Vidigal Neto foi considerado pertinente e refletido na versão final da regra, embora sob formato diferente, por meio de modificação do § 3º.

A proposta de B3 não foi acolhida, dado que o § 4º não se refere à hipótese de o montante mínimo da oferta não ter sido alcançado.

Assim, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

### 2.5.19.4 Condicionamento da adesão à oferta pelo investidor (art. 72; atual art. 74)

O art. 72 trata da possibilidade de o investidor condicionar, por meio do documento de aceitação da oferta, sua adesão à distribuição da totalidade dos valores mobiliários ofertados ou à distribuição de uma quantidade entre o mínimo previsto pelo ofertante e a totalidade dos valores mobiliários ofertados.

Em linha com sugestões similares feitas pelo participante ao longo da Minuta A, ANBIMA propõe substituir “documento de aceitação da oferta” por “ato de aceitação da oferta”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A estipulação de condições por parte de investidor pressupõe a existência de um documento em que sejam registradas. Por isso, no contexto de que trata esse dispositivo, a redação original foi mantida.

Vidigal Neto propõe esclarecer que o investidor pode condicionar sua adesão não só a uma “quantidade”, mas também a um “montante” entre o mínimo e o máximo da oferta. Segundo o participante, esta sugestão busca compatibilizar a redação com o art. 71 da Minuta A.

Os ajustes sugeridos foram considerados pertinentes e refletidos na versão final da regra.

B3 propõe ajustes ao dispositivo com intuito de explicitar as opções disponíveis ao investidor no caso de haver colocação parcial dos valores mobiliários, a saber: (i) manter o originalmente reservado ou (ii) aplicar sobre a reserva a quantidade equivalente à proporção entre o número de ativos reservado e a quantidade originalmente ofertada.

André Bacci comenta que os documentos relacionados à oferta tendem a reproduzir o texto da norma no que se refere às opções dadas ao investidor no tocante a um cenário de distribuição parcial, o que gera dificuldades de compreensão. Diante disso, e considerando ainda seu alegado insucesso na solução da questão junto aos próprios intermediários, o participante propõe um novo parágrafo ao art. 72, o qual conteria uma sugestão de redação mais didática e objetiva a ser usada para indicar as opções à disposição do investidor nos termos do § 1º.

O tópico abordado envolve nível de detalhe além daquele necessário de ser tratado por meio da regulação. É possível que ofertas tenham diferentes formas de lidar com o cenário específico em que ocorre distribuição parcial e o investidor condiciona sua adesão a um montante inferior à totalidade dos valores mobiliários ofertados. Portanto, as sugestões não foram acatadas.

Adicionalmente, a CVM acredita que há formas mais apropriadas para orientar participantes sobre melhores práticas de clareza na comunicação com investidores em relação a esse tópico, que não passam por prescrever em norma o texto a ser reproduzido literalmente pelos intermediários. Nesse sentido, a sugestão foi encaminhada à SRE para que seja considerado quando da elaboração de seus próximos ofícios circulares, de forma que o parágrafo sugerido por André Bacci não foi inserido na norma.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.5.20 Encerramento da oferta (art. 74; atual art. 76)

Nos termos do art. 74 da Minuta A, o resultado da oferta deve ser divulgado “tão logo encerrado o prazo nela estipulado ou imediatamente após a distribuição da totalidade dos valores mobiliários objeto da oferta, inclusive daqueles constantes do lote adicional, assim como o eventual exercício da opção de distribuição do lote suplementar, o que ocorrer primeiro”.

B3 sugere a exclusão da expressão “o que ocorrer primeiro” ao final do **caput**, uma vez que, na prática, o **green shoe** (lote suplementar) não tem como ocorrer antes do lote adicional.

A expressão “o que ocorrer primeiro”, constante do art. 74 da Minuta A, referia-se às possibilidades de (i) encerramento do prazo da oferta ou (ii) distribuição da totalidade dos valores mobiliários, neles incluídos aqueles constantes dos lotes adicional ou suplementar. O dispositivo foi reescrito, como atual art. 76, para tornar seu sentido mais claro.

## 2.6 Instituições intermediárias

### 2.6.1 Gestor como instituição líder (proposta de novo artigo)

Como anteriormente relatado, Riza sugere a adoção de definição de instituição líder que contemple o gestor de recursos. Em complemento a essa sugestão, o participante defende a inclusão de um artigo estabelecendo as possibilidades de contratação de outras instituições em ofertas públicas nas quais o gestor atue como instituição líder.

Neste sentido, na visão do participante, (i) o administrador ou gestor é a instituição melhor posicionada para cumprir as obrigações atinentes à instituição líder, por apresentar proximidade do produto e ser o maior entendedor das características dos fundos de investimento em oferta; e (ii) a estrutura na qual o administrador seja a instituição líder da oferta pública das cotas dos fundos de investimento poderá acarretar efetiva redução de custos com a oferta, sendo o benefício diretamente apurado pelos cotistas.

Qualquer emissor pode ser considerado aquele que mais entende sobre o valor mobiliário por ele emitido, mas isto não o credencia automaticamente a atuar como coordenador líder em uma oferta pública de distribuição de tais valores mobiliários, pois há diversos outros requisitos a serem preenchidos para tanto, previstos na Minuta B.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Cabe destacar que o gestor já é dispensado de registro, nos termos da Minuta B, em relação às cotas dos fundos por ele geridos. Contudo, não há razão para estender esse tratamento excepcional para atuação como contratante e coordenador de outras instituições intermediárias.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.6.2 Contrato de distribuição (art. 76, atual art. 78)

O art. 76 da Minuta A prevê a divulgação de todas as formas de remuneração, ainda que indiretas, devidas pelo ofertante às instituições intermediárias.

ANBIMA propõe esclarecer que o dispositivo se refere à remuneração “exclusivamente no âmbito da oferta”, ou seja, não decorrente de outros serviços não relacionados à oferta. Neste contexto, o participante lembra que diversas instituições intermediárias fazem parte de conglomerados que prestam outros tipos de serviços para o ofertante e que não são relevantes para a tomada de decisão dos investidores.

O propósito do dispositivo é, de fato, propiciar uma visão abrangente da remuneração envolvida, que pode não ser capturada pela redação sugerida pelo participante. Portanto, a proposta não foi acolhida.

### 2.6.3 Consórcio (art. 77, atual art. 79)

#### 2.6.3.1 Adesão (art. 77, § 2º, atual art. 79, § 2º)

As instituições intermediárias podem se organizar sob a forma de consórcio para distribuir os valores mobiliários. Mesmo instituições que não tenham integrado o consórcio originalmente podem a ele aderir por meio de celebração de termo específico com a instituição líder “até a data de obtenção do registro”.

ANBIMA entende que não há prejuízo ao mercado ou aos investidores em permitir que instituições consorciadas venham a participar da oferta mesmo após a obtenção do registro.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.6.3.2 Garantia de distribuição (art. 77, § 3º)

O art. 77, § 3º, prevê que, salvo disposição em contrário, a obrigação de cada instituição intermediária consorciada de garantir a distribuição dos valores mobiliários no mercado fica limitada, no mínimo, ao montante do risco assumido no contrato.

Vidigal Neto propõe a supressão da expressão “no mínimo”. O participante comenta que a responsabilidade das instituições intermediárias continuaria limitada ao que foi contratado, independente da possibilidade de se distribuir montante acima daquele previsto no contrato.

Ao rever o dispositivo, a partir da observação feita pelo participante, a CVM concluiu pela desnecessidade de mantê-lo na versão final da regra, dado que ele apenas remete ao que for convencionado pelas partes em âmbito contratual.

### 2.6.3.3 Liquidação da oferta por terceiros (art. 77, proposta de novo parágrafo, atual art.79, § 5º)

ANCORD sugere a inclusão no art. 77 de dispositivo que explicita que não é considerada participante da oferta a instituição que liquidar operações realizadas por uma instituição participante da oferta.

ANBIMA, no mesmo sentido, solicita a inclusão de parágrafo com o mesmo propósito, alegando que, com frequência, verifica-se a ocorrência de situações em que um cliente possui valores mobiliários e recursos financeiros em mais de uma instituição custodiante. Nesses casos, segundo o participante, os clientes podem vir a solicitar à instituição intermediária que proceda à liquidação financeira de sua ordem junto a uma outra instituição por ele indicada, a qual não teve participação na oferta. Nesse sentido, o participante acredita que sua sugestão irá trazer uma flexibilidade importante à norma, a fim de evitar a criação de burocracia adicional com a celebração de um termo de adesão e que, na prática, não corresponderia à situação fática.

A regra não obriga que o liquidante seja membro do consórcio. De todo modo, a fim de gerar maior clareza em torno desse ponto, um novo parágrafo foi acrescentado ao art. 79, em linha com as sugestões dos participantes.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.6.4 Alterações do contrato de distribuição (art. 78, atual art. 80)

Nos termos do art. 78, exceto em ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais, o contrato entre o ofertante e a instituição líder só pode ser alterado após o início da distribuição mediante prévia autorização da CVM e, ainda assim, somente em um conjunto restrito de tópicos.

Vidigal Neto sugere permitir outras hipóteses de modificação do contrato de distribuição, tendo em vista que todas as alterações no contrato de distribuição, nos termos do **caput**, dependeriam de prévia autorização da CVM. Alternativamente, propõe que uma das hipóteses possíveis de alteração seja a inclusão de novas instituições intermediárias. Neste último ponto, a sugestão é acompanhada também por Cepeda.

A sugestão de Vidigal Neto foi considerada pertinente e os incisos do art. 80, **caput**, que limitavam o rol de matérias que poderiam ser alteradas no contrato, foram excluídos.

Vidigal Neto sugere ainda retirar do **caput** a exceção prevista para ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais, tratando do tema por meio de um parágrafo próprio, que expressamente prevesse a possibilidade de alteração do contrato de distribuição em tais ofertas. A mudança traria maior clareza para a norma, segundo o participante.

Cepeda sugere a inserção de novo parágrafo no dispositivo, com objetivo similar de afastar dúvidas sobre a possibilidade de alteração dos contratos nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais.

As sugestões foram consideradas pertinentes, porém a exceção foi redefinida para abranger todas as ofertas sujeitas ao rito de registro automático, e não somente aquelas destinadas exclusivamente a investidores profissionais, tendo em vista que a experiência prática da CVM na análise de modificações de contratos de distribuição não justificaria medida mais restritiva.

### 2.6.5 Obrigações do líder (art. 80, atual art. 83)

O art. 80 enumera obrigações da instituição líder.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em linha com suas propostas anteriores ao longo da Minuta A, BNDES sugere alterações no inciso VII (participação conjunta com o ofertante na elaboração do prospecto), com objetivo de compartilhar com o emissor a responsabilidade pela elaboração do prospecto.

A sugestão de incluir o emissor como responsável pela elaboração do prospecto, mesmo quando não seja o ofertante, foi rejeitada, pelas razões já comentadas anteriormente.

Mattos Filho considera que, na prática, a obrigação de controlar os atos de subscrição (inciso XI) é cumprida por cada um dos integrantes do consórcio de distribuição, com relação às intenções e ordens de investimento por eles recebidas.

Por isso, o participante sugere redação segundo a qual esse controle deva ser exercido “em conjunto com as demais instituições intermediárias”.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

Mattos Filho sugere que a obrigação de manter documentos à disposição da CVM (inciso XIV) seja limitada ao período de 5 anos após o encerramento da oferta.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

Para ANBIMA, apesar de a oferta pública contar com um intermediário líder, os deveres de diligência são aplicáveis igualmente a todas as instituições intermediárias pertencentes ao sindicato.

Assim, para o participante, as instituições intermediárias do sindicato devem ser individualmente responsáveis pelo cumprimento de todas as suas obrigações previstas na regulação em vigor, não cabendo ao coordenador líder ou qualquer outro membro do sindicato responsabilidade pelos atos ou omissões de uma instituição intermediária específica que não respeitou as regras estabelecidas pelo sindicato ou estabelecidas na regulamentação da CVM.

De todo modo, prossegue o participante, não obstante os deveres de diligência serem iguais a todos os coordenadores do sindicato, cabe ao coordenador líder da oferta efetuar todas as comunicações necessárias com a CVM, na qualidade de interlocutor.

Desta forma, ANBIMA sugere que o art. 80 seja dividido para prever quais obrigações são exclusivas da instituição líder e quais obrigações devem ser observadas por todas as instituições, além da inclusão de novo artigo para explicitar as obrigações comuns a todas as instituições intermediárias.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em síntese, pela sua proposta permaneceriam com o líder as obrigações previstas nos incisos II (solicitar o registro da oferta), IV (informar à SRE os participantes do consórcio), V (comunicar alterações no contrato de distribuição), VI (remeter mensalmente à CVM relatório indicativo do movimento consolidado de distribuição) e XVI (informar o exercício da opção de distribuição de lote suplementar). As demais obrigações seriam atribuídas “a cada instituição intermediária, de forma não solidária”.

A CVM considera indispensável a presença de um agente que concentre de forma preponderante a responsabilidade pelos atos de distribuição, inclusive para fins de efetividade de supervisão, e, naturalmente, este papel cabe ao coordenador líder. Isto, no entanto, não dispensa investigação para apurar quem tenha efetivamente dado causa a eventual irregularidade nem tampouco implica responsabilização objetiva do coordenador líder.

Um novo parágrafo foi acrescentado ao dispositivo para transmitir maior clareza sobre esse ponto, porém as sugestões do participante em relação a esse tópico não foram acolhidas.

Vale ainda registrar que foi acrescentado um novo inciso (XIII) ao art. 83, para esclarecer que o líder deve cancelar a oferta sujeita ao rito de registro automático, quando a oferta estiver suspensa e a irregularidade que tenha causado a suspensão não seja sanada.

### 2.7 Restrições à negociação

#### 2.7.1 Restrições relacionadas a emissores não-operacionais (art. 81, atual art. 84)

O art. 81 da Minuta A traz três condições cumulativas a serem observadas para que ações de emissores pré-operacionais deixem de ter sua negociação restrita apenas a investidores qualificados: (i) o emissor tornar-se operacional; (ii) tenham decorrido 18 meses do encerramento da oferta pública inicial; e (iii) tenham decorrido 18 meses da admissão à negociação do valor mobiliário em bolsa de valores.

ANBIMA propõe ajustes que tornariam os requisitos alternativos e não cumulativos. No entendimento do participante, “seriam 18 meses do encerramento da oferta ou 18 meses da admissão à negociação em bolsa, não sendo possível tais restrições serem cumulativas”.

As restrições devem, de fato, ser cumulativas. Em primeiro lugar, porque o decurso de qualquer prazo só tem sentido nesse contexto se o emissor já tiver se tornado operacional. Em segundo



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

lugar, porque é possível que uma oferta seja encerrada sem que os valores mobiliários sejam imediatamente admitidos à negociação, e a admissão à negociação por período significativo é um fator importante para que os valores mobiliários possam ser adquiridos por qualquer investidor.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Considerando sua manifestação sobre SPACs, B3 propõe novos parágrafos ao art. 81. O primeiro com objetivo de afastar a incidência das condições (ii) e (iii) descritas acima, ou seja, ações emitidas por SPACs poderiam ser livremente negociadas tão logo elas se tornassem operacionais. O segundo parágrafo proposto prevê que a SPAC se torna operacional com a publicação do ato societário que formaliza a aquisição de participação em sociedade operacional preexistente.

As sugestões foram parcialmente acolhidas, conforme descrito em maiores detalhes no tópico específico deste relatório sobre SPACs.

### 2.7.2 Restrições aplicáveis a ofertas de registro automático (art. 82, atual art. 86)

O art. 82 trata de limitações à negociação de ativos em mercados regulamentados quando adquiridos por ofertas sujeitas ao rito automático de registro. Embora as limitações variem em função do ativo específico, predomina uma restrição temporal à revenda dos ativos originalmente destinados apenas a investidores profissionais, restrição essa de 6 meses quando a revenda envolve investidores qualificados e de 1 ano quando se trata do público investidor em geral.

Chediak Advogados comenta que, de acordo ao art. 9º da Minuta A, apenas as ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais estão dispensadas da divulgação do prospecto, e essas só estariam disponíveis para a negociação entre investidores qualificados após 6 meses caso apresentado o referido prospecto.

Na visão do participante a exigência do prospecto e outros documentos para ampliação da negociação secundária dos valores mobiliários poderia anular a proposta de flexibilização visada pela Minuta A em relação às ofertas voltadas a investidores profissionais. O participante sugere que a CVM harmonize as diferentes premissas aplicadas a investidores profissionais e qualificados.

A propósito do tema, ABRASCA sugere a inclusão de um novo parágrafo ao art. 82 para dirimir eventuais dúvidas quanto à necessidade de preparação ou atualização de prospecto ou lâmina para que



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

os valores mobiliários originalmente direcionados a investidores profissionais ou qualificados venham a ser admitidos à negociação em mercados regulamentados.

O art. 9º trata da exigência de prospecto no contexto de oferta pública de valores mobiliários. Nem esse dispositivo, nem o art. 86 obrigam a elaboração de um prospecto para que os valores mobiliários possam ser revendidos a investidores qualificados após 6 meses da realização da oferta pública exclusiva para investidores profissionais. Não foi considerado necessário alterar a regra para tratar do tema, reafirmando a ausência de uma obrigação que não é imposta ao longo da norma.

No caso das ofertas voltadas a investidores qualificados, Mattos Filho não vê necessidade de restrição temporal para posterior negociação com investidores de varejo, considerando que nesses casos se trata de emissores registrados e que terão sido elaborados prospecto e lâmina. O participante ressalta que o investidor de varejo potencialmente já tem acesso a outros títulos de dívida emitidos pelo mesmo emissor, com risco corporativo similar, portanto restringir apenas o valor mobiliário mais recentemente emitido não parece proteger esse investidor.

A estrutura da norma está assentada em uma lógica expressa na matriz que acompanha o Edital da Audiência Pública e que busca dar um tratamento equilibrado e consistente às ofertas, levando em conta, dentre outros fatores, o público investidor acessado, o rito de registro, os documentos produzidos e limitações à posterior negociação em mercado secundário.

Em particular, as restrições a negociações em mercado secundário são projetadas para garantir que o valor mobiliário permaneça com o público-alvo da oferta pelo tempo mínimo necessário para ser avaliado por um público investidor mais abrangente, além de equilibrar os incentivos entre ofertas com diferentes públicos-alvo. Assim, manter a restrição à negociação entre investidores qualificados desincentiva que ofertas cujo real objetivo seja alcançar o investidor de varejo venham a ser formalmente estruturadas como ofertas para investidores qualificados, apenas como um atalho capaz de evitar a análise prévia ao registro.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

Observando que a Minuta A traz alguns prazos de restrição à negociação superiores aos constantes da atual Instrução CVM nº 476, de 2009, Stocche Forbes sugere alterações nos incisos do art.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

82 de modo a manter os prazos atuais e até reduzi-los em alguns casos. Em linhas gerais, as mudanças envolvem reduzir as restrições propostas de 6 meses e 1 ano para 3 meses e 6 meses, respectivamente.

Sugestões similares, embora com diferenças pontuais na extensão das reduções dos prazos ou modificação das hipóteses em que seriam aplicáveis, são apresentadas por ANBIMA, ABRASCA, ABCD e ABIPAG.

É oportuno lembrar que as ofertas sujeitas ao rito de registro automático propostas na Minuta A têm características distintas das previstas na Instrução CVM nº 476, de 2009, logo as restrições aplicáveis também são distintas, de modo a se preservar a consistência da regra em seu conjunto.

Neste sentido, se, por um lado, um valor mobiliário originalmente ofertado a investidor profissional demanda mais tempo até que possa ser revendido a investidores qualificados, passando de 3 para 6 meses, por outro lado, abre-se a possibilidade de serem imediatamente negociados (ou seja, deixa de haver exigência de **lock up** por parte do adquirente ou subscritor) entre investidores de mesma qualificação, e a possibilidade de chegarem ao público em geral após 12 meses, o que atualmente não é permitido. Em geral, a regra proposta é mais flexível e amplia as possibilidades de emissores e ofertantes, quando comparada às regras atualmente vigentes.

Diante disso, os prazos originalmente propostos foram mantidos na versão final da regra. Entretanto, ao reexaminar individualmente as hipóteses contempladas na norma, a CVM avaliou que o relacionamento mais próximo e habitual entre investidores e EFRF justifica um tratamento menos restritivo quanto a esses emissores. Por isso, nesse caso em particular, optou-se por permitir que valores mobiliários de renda fixa por ele ofertados possam ser negociados em 3 meses a contar do encerramento da oferta, em contraposição aos 6 meses originalmente indicados na Minuta A.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

ANBIMA propõe regras específicas de contagem de prazo das restrições aplicáveis à revenda de debêntures, cotas de fundos fechados e títulos de securitização. Nesses casos, eventuais ofertas subsequentes destinadas ao mesmo público não implicariam reinício do prazo de restrição; ademais, havendo oferta subsequente de tais valores mobiliários destinada ao público em geral e sujeita a análise prévia da CVM, as restrições deixariam de ser aplicadas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

As propostas foram consideradas pertinentes e refletidas na versão final da regra, na forma de novos parágrafos ao art. 86.

Considerando o disposto no art. 85, que trata das obrigações dos emissores, B3 sugere a inserção de trecho no inciso IV do art. 82 com remissão àquele dispositivo, para fins de harmonização de redação da norma.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

A alteração do inciso IV também buscou compatibilizar a restrição quanto à negociação em mercado secundário prevista neste inciso com a restrição análoga no inciso V e com a lógica expressa na matriz que acompanha o Edital da Audiência Pública.

Especificamente em relação a títulos de dívida de emissor não registrado, a Minuta A não admite que eles sejam revendidos para quaisquer investidores, exceto os considerados profissionais.

GCB e Chediak Advogados, em linha com comentários já apresentados por esses participantes ao longo da Minuta A sobre o perfil de investidores qualificados, sugerem incluir tais investidores como potenciais destinatários das vendas.

A possibilidade de negociação de valores mobiliários de emissores não registrados é excepcional, inclusive à luz do que dispõe o art. 21, § 1º, da Lei nº 6.385, de 1976, e por isso deve ser de aplicação restrita, o que, na visão da CVM, não seria o caso se tal possibilidade fosse estendida de investidores profissionais a investidores qualificados. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.7.2.1 Público constante do regulamento (art. 82, § 1º, atual art. 86, § 1º)

A Minuta A esclarece no art. 82, § 1º, que as possibilidades de renegociação de cotas de fundos fechados em mercados regulamentados, conforme referidas no art. 82, dependem de alteração prévia do público-alvo no prospecto e no regulamento do fundo.

Vidigal neto observa que, como o público-alvo da oferta pode ser igual ou mais restritivo que o público-alvo estabelecido no regulamento, a negociação de cotas em mercados regulamentados constantes dos incisos do artigo deve depender do que estiver disposto no regulamento. ANFIDC apresenta proposta no mesmo sentido.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.7.2.2 Cessação da restrição em caso de divulgação de prospecto (art. 82, proposta de novo parágrafo)

Duarte Garcia nota que não foi replicada nas restrições à negociação a regra do art. 15, § 2º, da Instrução CVM nº 476, de 2003, que considera de extrema relevância.

O dispositivo citado se insere no artigo que prevê que os valores mobiliários ofertados nos termos daquela Instrução só podem ser negociados entre investidores qualificados; o § 2º, em particular, afasta a aplicação dessa regra em relação aos fundos fechados, desde que apresentado prospecto.

O dispositivo não é necessário, pois a vedação de negociação apenas entre qualificados não consta na norma. O público investidor em geral pode ser acessado, desde que observado o período previsto na norma para tanto.

Ademais, nos termos do § 4º acrescido ao dispositivo, as vedações à negociação deixam de ser aplicadas caso seja concedido registro de oferta subsequente do mesmo valor mobiliário, destinada ao público em geral, sujeita a análise prévia da CVM.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.7.2.3 Exercício de garantia firme (art. 82, proposta de novo parágrafo)

ABCD, ABIPAG e ABRASCA sugerem a inclusão de disposição no art. 82 de modo a esclarecer que as restrições à negociação não são aplicáveis caso a subscrição do valor mobiliário ocorra em decorrência do exercício de garantia firme pelos intermediários da oferta.

O dispositivo não foi considerado necessário. Não há restrição de negociação imediata dentro do mesmo público-alvo da oferta ou de um público mais restrito, o que permite a subscrição ou aquisição dos valores mobiliários por parte dos intermediários no exercício de garantia firme.

Adicionalmente, em relação às limitações à revenda dos valores mobiliários pelo intermediário a um conjunto mais amplo de investidores, não seria adequado excepcionar os prazos previstos na norma para a revenda, pois também nesses casos não terá havido análise prévia por parte da CVM, nem divulgação de prospecto. O fato de os valores mobiliários estarem sob titularidade dos



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

intermediários em decorrência do exercício de garantia firme é uma questão circunstancial que não afasta os pressupostos que motivam a imposição dos prazos para revenda.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 2.7.3 Emissor não registrado (art. 84, atual art. 88)

O art. 84 da Minuta A prevê que debêntures incentivadas emitidas por sociedades de propósito específico, títulos de dívida de emissor não registrado e BDR Patrocinado Nível I, quando adquiridos em ofertas sujeitas ao rito automático de registro, podem ser negociados em mercados de balcão organizado e não-organizado, mas não em bolsa.

B3 sugere a exclusão do BDR Patrocinado Nível I desse dispositivo, uma vez que o art. 3º, § 1º, I, da Instrução CVM nº 332, de 2000, prevê a negociação de BDR Patrocinado Nível I em mercado de bolsa.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

#### 2.7.3.1 Admissão em bolsa de cotas de fundos fechados em ofertas não registradas (art. 84, proposta de novo parágrafo)

Mattos Filho sugere que, com relação às cotas de fundos de investimento que tenham sido emitidas no âmbito de ofertas não registradas amparadas no art. 8º, a norma autorize expressamente sua admissão à negociação em mercados de bolsa ou de balcão organizado, desde que decorridos, no mínimo, 90 dias da respectiva emissão de cotas, em linha com o prazo mínimo atualmente previsto no art. 13 da Instrução CVM nº 476, de 2009.

O art. 8º trata de (i) cotas de fundos exclusivos (que não podem ser admitidas a negociação, pois os fundos deixariam de ser exclusivos) e (ii) cotas de fundos com menos de 100 cotistas e não admitidos à negociação em mercado organizado. Ambas as hipóteses são inerentemente incompatíveis com a posterior admissão das cotas à negociação. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.7.4 Obrigações para negociação (art. 85, atual art. 89)

O art. 85 é voltado a: (i) sociedades de propósito específico emissoras de debêntures incentivadas; e (ii) emissores não registrados de títulos de dívida. Seu propósito é estabelecer certas



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

obrigações para tais emissores no tocante a elaboração de demonstrações financeiras auditadas, observância de dever de sigilo e vedações à negociação etc.

B3 sugere acrescentar nesse dispositivo a referência aos emissores mencionados no art. 82, VI, "b", para fins de harmonização de redação. O dispositivo em questão trata de emissores não registrados que estejam em recuperação judicial.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

Vidigal Neto sugere especificar as referências às seções e aos capítulos da norma referentes ao dever de sigilo e vedações à negociação mencionada entre aquelas que devem ser seguidas pelos emissores destinatários do comando do art. 85.

A especificação de trechos específicos de normas referidas pode tornar a regra de ofertas desatualizada caso as normas indicadas venham a ser alteradas e, em geral, é algo que a CVM evita fazer nas remissões a outros atos normativos. Atualmente, a matéria é tratada preponderantemente na Resolução CVM nº 44, de 2021, cuja leitura permite inferir os trechos aplicáveis aos emissores de que trata o atual art. 89. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

O art. 85, § 2º, afasta o cumprimento das obrigações antes mencionadas de dois tipos de emissores: (i) aqueles que não possam ser negociados em mercados regulamentados e (ii) fundos de investimento.

Vidigal Neto sugere excluir a referência aos fundos de investimento, pois o **caput** já deixa claro que o dispositivo se aplica somente aos valores mobiliários elencados no art. 82, IV e V.

Como a redação do **caput** do art. 89, correspondente ao antigo art. 85, foi alterada para incluir o art. 86, VI, b, e este abrange a oferta de cotas de FIDC, a sugestão ficou prejudicada.

### 2.7.5 Responsabilidade dos intermediários (art. 86, atual art. 90)

O art. 86 da Minuta A esclarece a responsabilidade dos intermediários das negociações em mercados regulamentados pela verificação do cumprimento das regras inseridas no capítulo da norma em que o dispositivo em questão se situa.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Por entender que a verificação do cumprimento do regime informacional pelos emissores não caberia aos intermediários nos casos do art. 85, B3 propõe afastar esse tipo de regra do dever de verificação previsto no dispositivo.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.8 Responsabilidade dos administradores

#### 2.8.1 Administradores do ofertante (art. 87, atual art. 91)

O art. 87 da Minuta A prevê que os administradores do ofertante, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas ao ofertante pela norma.

Para trazer maior precisão e segurança jurídica aos administradores (e conseqüentemente ao mercado em geral), ABRASCA entende que seria benéfica a inclusão de um parágrafo explicando como se dará essa responsabilização.

O participante pontua que ela não deve ser solidária com a entidade que ele representa, e sim apenas subsidiária. A entidade representada pelo administrador deveria ser sempre a responsável primária. Além disso, essa responsabilidade não deve ser objetiva e automática, mas depender necessariamente da verificação de dolo ou culpa grave, não se atribuindo nenhuma responsabilização nos casos em que tais pessoas tiverem atuado de forma diligente.

A inclusão do dispositivo sugerido não foi considerada necessária ou desejável. A imposição de responsabilidades segue o balizamento decorrente de lei e a CVM conta com extensa jurisprudência administrativa capaz de revelar como se dá a responsabilização de administradores, a qual, inclusive, afasta as preocupações apontadas pelo participante.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.9 Análise por autorreguladora

#### 2.9.1 Convênios (art. 91, atual art. 95)

##### 2.9.1.1 Regras dos convênios (art. 91, parágrafo único, atual art. 95, parágrafo único)

A norma prevê a possibilidade de celebração de convênios entre a CVM e entidades autorreguladoras para adoção do procedimento de análise de requerimento de registro de ofertas públicas de distribuição. No art. 91, parágrafo único, são listadas matérias que devem estar abrangidas pelo referido convênio.

B3 sugere acrescentar dois itens a essa lista de matérias: (i) o prazo necessário para análise pelas entidades administradoras de mercados organizados quanto ao enquadramento das condições da distribuição frente a seus normativos e requisitos operacionais; e (ii) os prazos e condições estabelecidos pela entidade administradora para fins de determinação do pedido de admissão à negociação do valor mobiliário.

O participante informa que a sugestão busca otimizar o processo de análise dos termos e condições da oferta, trazendo a celeridade esperada aos processos sob o rito automático, realizadas no âmbito de convênio, e evitando eventual retrabalho.

Por se tratar de instrumento celebrado entre a CVM e entidade autorreguladora, o convênio ou acordo de cooperação não deve prever prazos de análise a serem observados por uma terceira entidade – a entidade administradora de mercados organizados – que não é signatária do documento. Entretanto, é pertinente que tais prazos sejam considerados pela entidade autorreguladora, para os fins da análise que lhe cabe. A norma foi alterada nesse sentido.

Portanto, a sugestão foi parcialmente acatada.

### 2.10 Disposições finais

#### 2.10.1 Entrada em vigor (art. 95, atual art. 100)

ABCD considera que as alterações regulatórias que o Edital como um todo e, em particular, a Minuta A pretendem introduzir no mercado de capitais têm caráter estrutural e capacidade para alterar a dinâmica de mercado, logo seria positivo um prazo maior para que o mercado se adaptasse para



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

recepcionar a nova norma. Assim sugere a ampliação de ao menos o dobro dos 90 dias atualmente previstos.

Para melhor adaptação das partes envolvidas com a presente resolução, ANBIMA sugere que a CVM considere os prazos de adaptação à nova norma levando em conta as ofertas que já estejam em processo de análise perante a autarquia ou em período de distribuição ou **roadshow**, bem como o impacto que a adaptação à nova norma traria às ofertas já em vigor.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na versão final da regra. A data de entrada em vigor foi fixada em 2 de janeiro de 2023, aproximadamente 180 dias após sua publicação. Foi também prevista regra de transição de modo que a nova regra não se aplique a ofertas que já estejam em andamento na data de sua entrada em vigor.

### 2.11 Prospecto de Ações (Anexo A)

#### 2.11.1 Comentários gerais

Stocche Forbes, em linha com a proposta de exclusão do artigo 23 da Minuta A, propõe a inclusão no prospecto informações atualmente inseridas na lâmina, a qual seria excluída.

A proposta anterior de exclusão da lâmina não foi acolhida, conforme comentado anteriormente. Consequentemente, a presente proposta restou prejudicada.

#### 2.11.2 Destinação de recursos em caso de abatimento de dívidas (item 3.4)

O item 3.4 prevê a divulgação de informações específicas quando “parte significativa” dos recursos for captada para abatimento de dívidas.

Mattos Filho sugere alterar “parte significativa” para “parte predominante”.

Uma parcela que represente, p. ex., 49% da destinação dos recursos não seria predominante, mas ainda assim é relevante o suficiente para justificar a apresentação das informações. Portanto, a proposta não foi acolhida.

ANCORD entende importante acrescentar aos alertas na capa do prospecto uma divulgação específica para a situação em que os recursos obtidos por meio da oferta pública forem destinados à





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

amortização de dívidas do ofertante. A sugestão tem por objetivo auxiliar o investidor a compreender melhor o plano de utilização dos recursos da oferta pública, considerando informações objetivas e completas sobre as condições de liquidez e de endividamento da empresa.

Como este tipo de amortização já estará detalhada na destinação de recursos, a CVM não entende necessário tratá-la também por meio de alerta na capa do prospecto, que deve ser reservada para situações mais relevantes, até para que efetivamente desperte um nível de atenção mais elevado nos investidores. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.11.3 Outras fontes de recursos (item 3.7)

O prospecto deve especificar eventuais outras fontes de recursos que terão destinação associada àquela relativa à distribuição pública.

ANBIMA sugere a exclusão do item 3.7, visto que a informação sobre outras fontes de recursos pode engessar a administração da companhia. A supressão dessa informação daria ao emissor a liberdade de obtenção de outras fontes de recursos para seu objetivo. Além disso, ainda segundo o participante, tais informações não influenciam a tomada de decisão do investidor.

Caso os objetivos estabelecidos no prospecto não possam ser integralmente cobertos pela captação da oferta é importante informar as fontes alternativas de recursos, pois isso pode alterar de forma significativa a estrutura de capital do emissor e a qualidade de seu endividamento. Consequentemente, trata-se de informação capaz de influenciar a decisão de investimento. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.11.4 Cronograma (item 5.1)

Ao abordar o cronograma da oferta, a Minuta A exige, como três informações distintas, os prazos, condições e formas para: (i) subscrição, integralização e entrega de respectivos certificados, conforme o caso; (ii) pagamento e financiamento, se for o caso; e (iii) entrega dos certificados dos valores mobiliários ou títulos múltiplos ou das cautelas que as representem.

Visando à redução de custo de observância e à simplificação do prospecto, e buscando ainda evitar a transmissão de informações repetidas ao investidor, ANBIMA sugere a exclusão dos itens (ii) e (iii) referidos no parágrafo acima, por já estarem contidos no item (i) do mesmo parágrafo.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.11.5 Descrição das ações (item 6.3)

Ao exigir a descrição das ações objeto da oferta, a Minuta A se refere apenas a ações “a serem emitidas”.

Mattos Filho sugere ajuste para esclarecer que se trata das ações ofertadas, que podem ser objeto de emissão primária ou venda secundária.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.11.6 Outras características da oferta (item 8)

B3 sugere realocar o item 8 (“Outras características da oferta”), inserindo-o logo após o item 2 (“Principais características da oferta”).

A reorganização sugerida comprometeria a fluidez do texto, fazendo com que os dados mais específicos e detalhados do item 8 antecedam informações essenciais como fatores de risco e cronograma, por exemplo. Adicionalmente, a sucessão de itens intitulados “principais características da oferta” e “outras características da oferta” no início do documento levaria à impressão de que os campos remanescentes não conteriam informações também a respeito da oferta.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.11.7 Relacionamentos e conflitos de interesse (item 10)

Para a ANBIMA, a manutenção de uma seção sobre “relacionamentos e conflitos de interesse” no prospecto gera alto custo para o emissor e para os intermediários, tendo em vista a baixa efetividade em uma análise do investidor para a tomada de decisão.

Segundo o participante, a quantidade de informações previstas nessa seção, em que se descreve o relacionamento do intermediário junto ao emissor, prevendo, por exemplo, a prestação de serviços com folha de pagamento, não agrega valor no âmbito de uma oferta pública.

Desse modo, ANBIMA sugere a exclusão deste item, com objetivo de tornar o prospecto mais simples, objetivo e sem duplicidade de informações, reduzindo assim o custo de observância do processo



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

relacionado e, caso haja conflito de interesse relevante, tal fato deve ser divulgado na seção “Fator de Risco”, não havendo necessidade de seção específica para esse fim.

Da mesma forma, prossegue ANBIMA, se referidos recursos da oferta forem utilizados para fazer frente a pagamento entre os participantes, tal informação será descrita na seção de “Destinação de Recursos”.

Por seu turno, ANCORD sugere que, em linha com o objetivo de identificar potenciais conflitos de interesse, ao invés de exigir a descrição individual das transações, o item 10.1 deveria prever a descrição: (i) da existência de vínculos societários; (ii) de operações de crédito existentes entre coordenadores e ofertantes, para identificar eventuais financiamentos que possam ter fortalecido o ofertante no período que antecede a oferta; e (iii) de transações comerciais agregadas entre coordenadores e ofertantes cujo montante total seja igual ou superior ao das comissões esperadas com a realização da oferta.

A CVM considera importante haver transparência na descrição de relacionamentos e conflitos de interesse entre coordenadores e ofertantes, tendo em vista o papel que cabe a tais agentes na realização de uma oferta pública. No entanto, acredita que esse objetivo possa ser alcançado com um menor custo de observância por meio da reformulação das exigências da norma de modo similar ao sugerido por ANCORD.

Assim, a sugestão do participante foi acolhida, exceto no que envolve a adoção do referencial do montante das comissões esperadas com a oferta como um fator determinante para a necessidade de divulgação do valor agregado das transações. As comissões decorrem de um evento isolado e podem ser de difícil interpretação ou até mesmo induzir a erro quando comparadas a valores decorrentes de serviços e relacionamentos de longo prazo.

Em decorrência do acolhimento da sugestão, foram feitas adaptações similares, para fins de harmonização, nos prospectos de ofertas de outros valores mobiliários.

Assim, as sugestões foram parcialmente acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.12 Prospecto de Dívida (Anexo B)

#### 2.12.1 Títulos “sustentáveis” (item 3.8)

A Minuta A prevê exigências específicas para títulos que venham a ser qualificados como “verde”, “social” ou “sustentável”. Uma delas é a indicação de metodologias, princípios ou diretrizes “internacionais” ou “internacionalmente aceitas” com base nas quais o título ou emissão tenha recebido tal qualificação.

ANBIMA sugere excluir os termos “internacionalmente” e “internacionais” para evitar ampliação da abrangência da norma e, assim, impedir que sejam desestimuladas as emissões de títulos “verdes”, “sociais” ou “sustentáveis”, conforme metodologias, princípios ou diretrizes locais que possam vir a ser desenvolvidas no Brasil no futuro.

LAB apresenta sugestão similar, usando a expressão “metodologias, princípios ou diretrizes claramente pré-estabelecidas e públicas”, por entender importante reconhecer e acolher metodologias e princípios desenvolvidos no âmbito nacional e não as manter restritas àquelas reconhecidas internacionalmente.

As sugestões foram consideradas pertinentes, tendo sido feito um ajuste na redação para fazer referência a metodologias, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos.

Em relação aos termos mencionados na norma – “verde”, “social” ou “sustentável” –, LAB sugere acrescentar nessa sequência a expressão “ou termos correlatos”, alegando que frequentemente surgem ofertas com diferentes nomenclaturas e os requisitos ora elencados devem ser aplicados a todas essas ofertas a despeito da terminologia que se opte por utilizar.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

Uma das exigências contidas em relação aos títulos “sustentáveis” é a indicação da entidade independente responsável pela averiguação da observância das metodologias, princípios e diretrizes alegadamente adotados.

LAB sugere que tal ateste de terceiro seja obrigatório apenas nas ofertas de valores mobiliários com valor acima de R\$ 20 milhões, pois abaixo desse patamar o custo do serviço pode ser desproporcional ao tamanho da oferta, inviabilizando ofertas de menor porte.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Nos casos em que não se queira realizar a contratação de entidade independente em qualquer caso, a oferta pode ainda assim ser realizada, desde que não use expressões como “verde”, “social” ou “sustentável”. Assim, em princípio, por si só, a norma não inviabilizará qualquer oferta. As únicas ofertas potencialmente inviabilizadas são aquelas para as quais o uso de tais expressões seja essencial, mas é precisamente nesses casos que a averiguação por entidade independente é necessária.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Durante a revisão desse trecho da norma, a CVM alterou o texto inicialmente proposto na Minuta A no que tange ao “uso dos recursos”, tendo em vista que títulos classificados como “verdes”, “sociais”, “sustentáveis” ou termos correlatos podem não vincular a aplicação dos recursos captados na oferta a determinada finalidade, mas ainda assim justificar o uso desses rótulos ao, por exemplo, obrigar o emissor a observar determinadas métricas pertinentes à temática. O referido ajuste foi feito em relação ao item “destinação de recursos” constante dos Anexos B, D e E.

Por fim, é válido ainda mencionar que, no que tange a fundos de investimento que façam uso de rótulos similares, notadamente FIDC socioambientais, a questão será reexaminada em conjunto com a análise da Audiência Pública SDM nº 8/20 e a consequente edição da resolução sobre fundos de investimento. A CVM buscará fazer com que, respeitadas as suas particularidades, a presente resolução e a norma que vier a regular fundos de investimento estejam harmonizadas.

### 2.13 Prospecto de Fundos Fechados (Anexo C)

#### 2.13.1 Custo unitário de distribuição (item 3.1.3 das informações da capa do prospecto e item 2.5 das informações do prospecto, atuais itens 3.1.c da capa e 2.5)

A capa do prospecto deve conter, nos termos da Minuta A, o valor nominal unitário de cada classe de cota. A mesma informação está prevista na seção de principais características da oferta. Em ambos os casos, ANBIMA sugere acrescentar ao lado do valor nominal unitário o “custo unitário de distribuição, se houver”.

A participante entende que isso esclareceria para o investidor a diferença entre o “valor nominal unitário” e o “custo unitário de distribuição”, conforme o caso, alcançando assim mais transparência quanto aos custos da oferta.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.13.2 Apresentação da classe de cotas (item 2.2)

Ao tratar da apresentação da classe de cotas, a Minuta A não faz menção a subclasses. Contudo, ANBIMA acredita que essa referência deveria estar presente, em preparação para futuros movimentos do mercado nesse sentido, dada a expectativa da evolução do mercado de fundos fechados no Brasil.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.13.3 Valor mínimo da oferta (item 2.6)

O item 2.6 do Anexo C requer a indicação do valor total da oferta.

ANBIMA sugere acrescentar a informação sobre o “valor mínimo, se houver”. Seu objetivo é adaptar a regra à prática do mercado, tendo em vista ofertas nas quais o valor total é definido posteriormente por meio de procedimento de **bookbuilding**, partindo de valor mínimo.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra com um ajuste de redação.

### 2.13.4 Antecedência das informações sobre a liquidação da oferta (item 5.1)

Fernando Romano sugere a obrigatoriedade de incluir a data de divulgação dos resultados de cada fase da oferta, incluindo informação de rateio, com pelo menos 3 dias de antecedência da data de liquidação, para evitar que o investidor fique com recursos ociosos junto às corretoras por vários dias até descobrir, no dia da liquidação, se será atendido.

O modelo de prospecto não foi considerado o local mais adequado para promover a modificação sugerida pelo participante, mas a CVM buscou lidar com a preocupação apresentada por meio de ajustes nos modelos de lâmina.

A lâmina da oferta já demanda informações sobre rateio (“como será feito o rateio?”) e data de liquidação da oferta (“qual a data de liquidação da oferta?”). Essas informações foram complementadas com duas novas perguntas sobre o modo e a data com que informações sobre o rateio



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

poderão ser conhecidas (“como poderei saber o resultado do rateio?” e “qual a data de divulgação do resultado do rateio?”).

Portanto, a sugestão foi parcialmente acolhida.

### 2.13.5 Informações sobre direito de preferência (proposta de novo item, atual item 6.2)

ANBIMA sugere a inclusão de um novo item na seção de “informações sobre as cotas negociadas” para abarcar informações sobre a existência de direito de preferência em subscrição, prática que, em sua visão, tende a ser cada vez mais utilizada com a expansão do mercado de fundos fechados no Brasil.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.13.6 Demonstrações financeiras da classe de cotas (item 13.2)

Ao mencionar documentos e informações incorporados ao prospecto por referência ou na forma de anexo, a Minuta A refere-se às demonstrações financeiras da classe de cotas “relativas aos 3 últimos exercícios encerrados”.

Mattos Filho propõe condicionar a apresentação de tais demonstrações financeiras aos casos em que ela seja exigida nos termos da legislação e regulamentação aplicáveis. Isso evitaria a interpretação de que fundos de investimento que ainda não tenham suas demonstrações contábeis elaboradas, por não serem obrigados a fazê-lo, estariam impedidos de realizar ofertas públicas. ANBIMA apresenta proposta similar.

A sugestão foi considerada pertinente e a norma foi ajustada para esclarecer que as demonstrações financeiras relativas a 3 exercícios sociais só serão exigidas quando o fundo tiver sido constituído há um período compatível com tal exigência. Ajustes similares foram feitos também em relação a outros valores mobiliários.

### 2.14 Segregação dos prospectos de securitização (proposta de novo anexo)

A Minuta A contempla um modelo único de anexo para distribuição de valores mobiliários representativos de operações de securitização emitidos seja por companhias securitizadoras seja por



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

FIDC. Apesar de se tratar de um único modelo, em diversos itens específicos, há indicação de informações que devem ser apresentadas por apenas um dos tipos de emissor.

Contudo, ANBIMA propõe que os modelos sejam efetivamente segregados, havendo assim um modelo e um anexo próprio para securitizadoras e para FIDC. Consequentemente, cada prospecto restaria mais adaptado ao respectivo emissor.

No caso do FIDC, as adaptações envolveriam, por exemplo, os seguintes campos: (i) identificação dos prestadores de serviços essenciais, em alinhamento com os fundos fechados, pois haveria maior proximidade em relação a estes do que a outros instrumentos de securitização; (ii) exclusão de informações sobre garantias, agente fiduciário e existência ou não de regime fiduciário; (iii) inclusão de informações sobre cronograma de amortização, prioridade de recebimento e índice de subordinação mínima; e (iv) exclusão de informações sobre destinação de recursos da oferta.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra, que contempla anexos distintos (D e E) para os modelos de prospecto de securitizadoras e FIDC.

### 2.15 Prospectos de FIDC e Securitização (Anexo D, atuais Anexos D e E)

#### 2.15.1 Identificação do devedor dos créditos (item 3 da capa do prospecto conforme Anexo D)

Caso os direitos creditórios tenham um único devedor, a Minuta A prevê que ele seja identificado, com indicação de sua denominação social e CNPJ.

Para Uqbar, a aplicabilidade restrita desse item a casos de devedor único pode gerar um efeito contrário ao senso comum, qual seja, a noção de que o risco de crédito pulverizado tende a ser menor. Diante disso, o participante propõe que o item exija a categorização do risco entre concentrado e pulverizado.

A partir da sugestão do participante, foi identificada a oportunidade de promover maior clareza quanto a se os créditos são ou não de responsabilidade de devedor único, tendo o item 3 da capa do prospecto correspondente ao Anexo D sido ajustado nesse sentido. O ajuste está parcialmente alinhado ao comentário recebido.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.15.2 Dados da oferta (item 4.1 da capa do prospecto conforme Anexo D, atual Anexo E)

Uqbar sugere a inclusão nessa lista de informação referente à existência ou não de reforços de créditos estruturais (tal como a subordinação) ou de terceiros (tal como seguro de crédito).

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra por meio da inclusão do item 4.1.k da capa do prospecto correspondente ao atual Anexo E.

### 2.15.3 Destinação de recursos (item 3.3 do Anexo D, atual Anexo E)

Nos casos em que se pretenda utilizar os recursos, direta ou indiretamente, na aquisição de ativos, à exceção daqueles adquiridos no curso regular dos negócios, a descrição da destinação de recursos deve contemplar descrição sumária desses ativos e seus custos, se tais ativos e seus custos já puderem ser identificados e divulgados.

Para ANBIMA, caso os recursos sejam utilizados para aquisições de ativos no curso regular dos negócios, as devidas informações já estarão abarcadas nos itens 3.1 ou 3.2 do anexo, devendo ser apresentadas neste novo item apenas as informações sobre aquisições de partes relacionadas, o que propiciaria redução de custo de observância e simplificação da norma.

A sugestão foi considerada pertinente em relação a securitizadoras e refletida na versão final da regra por meio de alteração no item 3.3 do atual Anexo E.

### 2.15.4 Composição do capital social e capitalização de securitizadora S2 (item 6 do Anexo D, atual Anexo E)

O prospecto demanda informações sobre o capital social atual, com identificação de acionistas relevantes. Também são previstas informações a respeito da situação patrimonial da securitizadora.

Quanto à composição do capital social, B3 sugere retirar a obrigatoriedade de prestar tais informações no prospecto uma vez que podem ser obtidas no formulário de referência da securitizadoras.

Em relação à situação patrimonial da emissora, o participante sugere manter a obrigatoriedade da informação apenas em caso de ofertas sem instituição de regime fiduciário, pois, nos demais casos em que há instituição do regime fiduciário, o risco econômico da oferta está relacionado à inadimplência do lastro, e não à capitalização da emissora



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

O risco de emissões de securitizadoras S2 está relacionado a sua condição financeira, pois não há a obrigação de adoção do patrimônio separado. Nesse sentido, em linha com as exigências de caráter informacional aplicáveis a devedores de lastro com concentração acima de 20%, julgou-se adequado se manter a informação no prospecto para as emissões sem patrimônio separado. Portanto, a sugestão não foi acatada.

### 2.15.5 Cessão de créditos ao emissor (item 10.2 do Anexo D, atual Anexo E)

O item 10.2 envolve a descrição da forma de cessão dos créditos ao emissor e exige que seja indicada se tal cessão tem ou não caráter definitivo.

ANBIMA entende que a intenção da redação é trazer informação sobre a existência, ou não, de coobrigação da cessão, conforme prática de mercado referente ao **true sale** para cessão definitiva, em que não existe a coobrigação, o que se contrapõe à cessão de carteira, em que o cedente permanece com a responsabilidade de coobrigação da cessão. Para trazer maior clareza sobre esse ponto, sugere substituir a indicação do “caráter definitivo” pela indicação da “existência de coobrigação”.

A redação sugerida alteraria o sentido do dispositivo, uma vez que o caráter definitivo ou não da cessão não está exclusivamente limitado à existência de coobrigação do cedente. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.15.6 Agente responsável pela cobrança (item 10.5 do Anexo D, atual Anexo E)

O item 10.5 envolve a prestação de informações sobre procedimentos de cobrança e pagamento dos direitos creditórios, abrangendo a periodicidade e as condições de pagamento.

ANBIMA sugere que também seja incluído, nas informações abrangidas na descrição, o agente de cobrança, visto que o mercado julga ser uma informação importante.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra no item 9.5 do Anexo D e no item 10.5 do atual Anexo E.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.15.7 Funções e responsabilidades de prestadores de serviços (item 10.10 do Anexo D, atual Anexo E)

O item 10.10 contempla descrição das disposições que disciplinem funções e responsabilidades do custodiante ou do agente fiduciário, conforme o caso, e dos demais prestadores de serviço.

B3 sugere manter a obrigação de descrição das disposições relativas apenas aos prestadores de serviços não regulados pela CVM.

O intuito do item 10.10 é permitir que o investidor conheça os procedimentos específicos e relevantes contratados junto aos prestadores de serviços. Mesmo quando o prestador de serviço é um agente regulado, esses procedimentos não necessariamente se resumem a uma mera repetição dos deveres que a regulamentação os impõe. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.15.8 Informações sobre devedores ou coobrigados (item 12 do Anexo D, atual Anexo E)

No item 12.2 é previsto o fornecimento de certas informações, como nome, tipo societário, características gerais de seu negócio etc. com relação aos devedores ou obrigados responsáveis pelo pagamento ou liquidação de mais de 10% dos ativos que compõem o patrimônio do emissor ou do patrimônio em separado. Mais informações são exigidas ao longo do item 12 se o devedor ou obrigado são responsáveis não por 10%, mas por 20% dos referidos ativos.

Uqbar considera que as informações deste item devem ser referentes a todos os devedores dos direitos creditórios, independente do percentual envolvido.

O prospecto deve trazer informações relevantes para o investidor. Em operações pulverizadas, dados estatísticos descritivos dos direitos creditórios e informações sobre a política de concessão de crédito do cedente são mais relevantes que a identificação individualizada dos devedores. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

A apresentação de demonstrações financeiras auditadas do devedor ou coobrigado não é exigível quando este for instituição financeira ou equiparada autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ABCD entende que esta exceção também deveria ser aplicável a instituições de pagamento, uma vez que estas também são reguladas pelo Banco Central do Brasil, estando sujeitas a regulamentos e restrições similares. ABIPAG apresenta sugestão similar, defendendo a extensão da exceção a todas as instituições cujo funcionamento esteja sujeito à autorização do Banco Central do Brasil.

Embora também estejam submetidas à regulação do Banco Central do Brasil, as instituições de pagamento se submetem a regras próprias, nos termos da Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, e da Resolução BCB nº 80, de 25 de março de 2021, que não são compatíveis com a dispensa de apresentação de informações financeiras nas hipóteses de que trata a regra ora proposta. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.16 Lâminas de ofertas: comentários gerais

CFASB apresenta uma reformulação substancial da estrutura das lâminas, baseada nos seguintes elementos essenciais.

Em primeiro lugar, haveria uma lâmina voltada para o mercado secundário (“**cards**”), construída a partir das informações disponibilizadas para o mercado primário, porém em formato mais objetivo, contendo apenas informações sensíveis e com impacto na decisão de investimento. O participante considera que isso aprimoraria o fluxo de informações ao fornecer métricas mínimas para o investidor basear sua decisão, à semelhança do que já ocorre na indústria de fundos.

Para veicular ao mercado essa métrica adequada de informações mínimas, o participante propõe um novo conjunto padronizado de lâminas e **cards** para diferentes combinações de emissor e valor mobiliário. Em síntese, as combinações resultariam em 7 principais modelos: (i) pessoa jurídica não financeira – **equity**; (ii) pessoa jurídica não financeira – dívida; (iii) instituição financeira – **equity**; (iv) instituição financeira – dívida; (v) fundos fechados – **equity**; (vi) fundos fechados – dívida; e (vii) securitização – dívida.

Em segundo lugar, as lâminas teriam seções de atualização periódica – ao menos anual – e seções de atualização eventual, sempre que houvesse mudança significativa nas informações.

Em terceiro lugar, as lâminas existiriam somente em formato eletrônico, sem a necessidade de impressão em papel.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A prestação de informações pelos emissores em caráter periódico e eventual, com foco no mercado secundário, guarda estreita relação com as regras de registro de emissor e, nesse sentido, não apenas extrapolam o escopo das Minutas e da Audiência Pública, como precisariam ser pensadas em conjunto com obrigações de reporte já existentes, sob pena de gerar informações redundantes.

Adicionalmente, a estrutura das lâminas sugerida passa pela inclusão de diversos dados econômico-financeiros que se afastam do caráter introdutório que se espera conferir às lâminas. No que tange à sugestão de adoção formato eletrônico, a norma proposta não demanda outro tipo de formato para tais documentos.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

Em sentido similar ao de CFASB, B3 também propõe a criação de uma “lâmina para o mercado secundário”, que pela sua proposta estaria restrita a valores mobiliários de renda fixa ofertados publicamente. Segundo o participante, essa lâmina também teria valor no momento da oferta, mas sua principal serventia seria mitigar as dificuldades de acesso a informações atualizadas e organizadas, em especial de companhias dispensadas de registro, para negociações no mercado secundário.

Tal documento seria de atualização periódica (anualmente ou em eventos de repactuação) e nele seriam descritas de forma objetiva informações básicas que permitam ao investidor diretamente identificar as principais características dos títulos (como emissor, número da série, prazo e data de vencimento etc.).

Apesar de compreender a importância que um documento com tais características possa ter para investidores no mercado secundário de títulos de renda fixa, como observado anteriormente, a matéria demandaria análise em conjunto com as demais regras de reportes periódicos de emissores, para não levar à criação de obrigações redundantes. Tal medida ultrapassa o escopo da presente Audiência Pública, sem prejuízo da possibilidade de vir a ser reanalisada futuramente.

Os campos da lâmina possuem limites máximos de palavras.

ABRASCA sugere a exclusão dessa limitação, pois entende que deva ser concedido ao emissor a liberdade de incluir o conteúdo que entenda necessário para melhor informar o mercado e os investidores sobre a oferta que está sendo realizada.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A lâmina foi criada para ser um documento conciso, objetivo e de fácil leitura. A limitação de palavras é uma forma de alcançar esse propósito, sem ter de submeter os participantes e a própria CVM a controvérsias sobre se esses atributos, que ao menos em parte são subjetivos, estão ou não presentes em cada documento específico. Informações adicionais a serem prestadas aos investidores devem constar no prospecto. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Com a finalidade de permitir que emissores de diferentes segmentos possam apresentar informações úteis em relação a suas atividades específicas, IBRI entende válida a inclusão de um campo aberto (sob a denominação “Outras Informações Relevantes”, p.ex.) para que nele o emissor possa inserir tais informações específicas.

A possibilidade de acréscimo de informações relevantes deve ser sopesada com a concisão do documento. Como anteriormente comentado, a lâmina não se propõe a ser uma fonte isoladamente suficiente de informações, mas uma síntese que funcione como introdução ao prospecto, com indicação do local no qual informações complementares podem ser acessadas. Além disso, outro atributo a ser preservado na lâmina é sua padronização, para fins de comparabilidade de ofertas pelos investidores, e a presença de um campo aberto de “outras informações” afasta o documento desse objetivo.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.17 Lâmina da Oferta de Ações (Anexo E, atual Anexo F)

#### 2.17.1 Indicação do tipo de oferta (título da lâmina)

Mattos Filho sugere que o título da lâmina permita indicar se a oferta será primária ou secundária.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

#### 2.17.2 Indicação da instituição líder (item 1.A)

Mattos Filho sugere que nas informações a respeito do valor mobiliário seja incluída a identificação da instituição intermediária líder.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A informação já consta no item 5 (informações sobre o investimento e calendário da oferta), próxima a itens com os quais guarda maior pertinência, como outras instituições participantes da distribuição e procedimento de colocação. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 2.17.3 Preço (item 1.B.2)

Mattos Filho propõe que a norma contenha redações distintas para acomodar divulgações anteriores à precificação, de forma que, no primeiro protocolo na CVM, a lâmina informe a faixa indicativa e o preço médio considerado.

A lâmina deve ser adaptada somente até o momento em que ainda haja possibilidade de decisão de investimento. No caso de ofertas de ações, após o **bookbuilding** não mais haverá decisão de investimento, sendo desnecessário criar uma lâmina “definitiva”. Por esse motivo, a sugestão não foi acolhida.

Em relação a outros valores mobiliários, vale esclarecer que, caso ainda haja possibilidade de adesão à oferta após o prospecto definitivo, a lâmina pode ser adaptada a eventuais alterações no prospecto. De todo modo, nessas situações, a modificação envolverá o conteúdo da lâmina já divulgada, sob o formato indicado na norma, ou seja, não é necessário alterar o próprio modelo de lâmina para contemplar a possibilidade de eventuais ajustes que se mostrem necessários nos casos concretos.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

### 2.17.4 Detalhes relevantes sobre o emissor das ações (item 3)

No item 3 da lâmina são esperadas respostas a perguntas sobre a forma como o emissor gera receita, seus pontos fortes, seus principais clientes e concorrentes, além de identificação de seus principais administradores e de seu grupo de controle.

IBRI sugere excluir esse item, por entender que parece replicar informações já constantes em outros documentos e informações periódicas apresentadas pelo emissor, o que tenderia a tornar a lâmina mais complexa e de difícil leitura. No modelo alternativo de lâmina sugerido por B3 (v. abaixo), este item tampouco estaria presente.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

As informações são importantes para fins de comparabilidade e para propiciar uma visão geral do emissor, que serve como ponto de partida para uma análise mais aprofundada por parte do investidor que tenha tal interesse. Trata-se de informações básicas para uma decisão de investimento, além de facilmente disponíveis, logo não é esperado que sua produção seja um desestímulo relevante no contexto de um evento significativo para o emissor como uma oferta pública de valores mobiliários.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Mattos Filho propõe incluir informações sobre o diretor de relações com investidores.

A informação indicada é importante no contexto de manutenção de um relacionamento com seus acionistas, ao longo de sua existência enquanto emissor de valores mobiliários. No entanto, dada a ênfase da lâmina em informações concisas, objetivas e diretamente ligadas à decisão de investimento na oferta, a inclusão desse dado na lâmina não foi considerada conveniente.

### 2.18 Lâmina da Oferta de Securitização (Anexo H, atual Anexo J)

#### 2.18.1 Separação das lâminas de diferentes ativos

Em linha com sua sugestão relacionada aos modelos de prospecto, ANBIMA sugere a existência de modelos distintos de lâmina, a depender de o valor mobiliário ser, de um lado, cota de FIDC ou, de outro lado, CRA, CRI ou debênture de securitização.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

#### 2.18.2 Identificação completa do valor mobiliário (item 1.A)

Para Uqbar o primeiro item da lâmina, sobre os elementos essenciais da oferta, deve conter a identificação completa do valor mobiliário, incluindo série e emissão para CRI e CRA, e classe, subclasse e série, no caso de FIDC.

A sugestão foi considerada pertinente no que tange a valores mobiliários representativos de operações de securitização, como CRA e CRI, e foi refletida na versão final da regra. Em relação a cotas de FIDC, a norma já contempla informações que permitem a identificação do valor mobiliário ofertado.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.19 Modelos alternativos de lâmina (Anexos E a H, atuais Anexos F a J)

Com objetivo de manter na lâmina apenas o conteúdo mais relevante para a tomada de decisão do investidor, B3 propõe uma série de pequenos ajustes e exclusões nos modelos dos Anexos E, F, G e H.

No que diz respeito à lâmina de ofertas de ações, as principais diferenças são a supressão de informações sobre: (i) lote adicional e suplementar (o que também é sugerido por CFASB); (ii) percentual de ações de propriedade dos atuais donos após a oferta; (iii) métricas financeiras, como capitalização de mercado e outros; (iv) propósito da oferta; (v) informações de governança; e (vi) sumário dos principais riscos.

Quanto à lâmina de ofertas de títulos de dívida, as mudanças sugeridas são similares às apresentadas em relação à lâmina da oferta de ações, porém se destacam a inclusão de (i) a qualificação do título como “verde”, “social” ou “sustentável” e (ii) indicação de formador de mercado.

Em relação à lâmina de ofertas de cotas de fundos fechados e de títulos de securitização, as supressões sugeridas também são similares, com destaque para eliminação de informações sobre (i) prazo de duração do fundo e (ii) informações estatísticas sobre inadimplementos.

A CVM considerou o conjunto de sugestões recebidas e fez alterações pontuais aos modelos de lâminas, ainda que ao final tenha prevalecido um modelo similar ao originalmente apresentado à Audiência Pública.

### 2.20 Contrato de distribuição (Anexo I, atual Anexo K)

#### 2.20.1 Identificação das instituições intermediárias (item 1)

O item 1 do Anexo I prevê que no contrato de distribuição deve constar cláusula com a qualificação do emissor, da instituição líder e das demais instituições envolvidas na distribuição.

ANBIMA sugere delimitar as instituições intermediárias a serem identificadas como sendo aquelas signatárias do contrato de distribuição, pois existem outras instituições que participam da distribuição após firmarem termo de adesão ao contrato de distribuição, que são definidas posteriormente à assinatura de tal contrato.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.20.2 Autorização da emissão (item 2)

O contrato de distribuição, nos termos da Minuta A, deve conter cláusula com referência à “assembleia geral extraordinária ou reunião do conselho de administração” que tenha autorizado a emissão.

ANBIMA sugere deixar a redação do item 2 mais abrangente, com menção apenas ao “ato” que tenha autorizado a emissão, dado que essa autorização ocorrer por meio diverso aos indicados na redação original, observada a governança de cada companhia securitizadora ou prestador de serviços essenciais.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.20.3 Valores mobiliários objeto do contrato e procedimento adotado para sua distribuição (itens 4 e 7)

A Minuta A prevê que o contrato de distribuição indique o total de valores objeto do contrato, abordando sua forma, preço de emissão, condições de integralização, vantagens e restrições, dentre outras características. O contrato também deve descrever o procedimento adotado para a distribuição de tais valores mobiliários.

ANBIMA sugere suprimir a necessidade de tais temas estarem previstos no contrato, uma vez que podem ser atendidos no prospecto ou em documento equivalente, nos casos em que não seja adotado prospecto. Isso reduziria custos e deixaria de gerar informações duplicadas, sem nenhuma efetividade para o investidor.

O anexo trata das cláusulas obrigatórias do contrato de distribuição e sua finalidade é assegurar a existência de obrigações no âmbito civil entre ofertantes e intermediários que sejam compatíveis com o regime regulatório aplicável. As cláusulas não cumprem papel de prestação de informações aos investidores. Ademais, as cláusulas específicas mencionadas são da essência da execução da distribuição de valores mobiliários. Portanto, a sugestão não foi acolhida.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.20.4 Garantia de liquidez (item 8)

O item 8 do Anexo prevê que o contrato de distribuição deve mencionar os contratos de estabilização de preços e de “garantia de liquidez”, se houver.

ANBIMA propõe substituir “garantia de liquidez” por “formador de mercado”, para que não haja confusão com a garantia firme de liquidação prestada pelos coordenadores.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.21 Requerimento de dispensa de requisitos da oferta (Anexo J, atual Anexo L)

O requerimento de dispensa de requisitos de oferta deve conter, dentre outras informações, a “descrição do pedido limitada à questão objeto da dispensa pleiteada, evitando contemplar possíveis situações que podem ocorrer no futuro”.

Antevendo um cenário em que as situações que possam ocorrer no futuro sejam essenciais para o entendimento do pedido de dispensa, ANBIMA sugere que, excepcionalmente nesse caso, o requerimento possa contemplar tais situações.

A partir do comentário do participante, foi promovido um aprimoramento da redação do item 2 do atual Anexo L com objetivo de indicar de modo mais preciso e claro o que deve ser evitado nos requerimentos de dispensa de requisitos da oferta.

### 2.22 Anúncio de encerramento (Anexo K, atual Anexo M)

#### 2.22.1 Data do ato de deliberação da oferta (item 5)

Um dos itens a constar no anúncio de encerramento, nos termos da Minuta A, é a data da assembleia geral ou da reunião do conselho de administração que deliberou a emissão ou a oferta, conforme o caso.

ANBIMA entende que a inclusão dessa informação no anúncio de encerramento é desnecessária, tendo em vista já estar refletida nos demais documentos da oferta. Assim, a eliminação da informação reduziria o custo de observância associado ao documento.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 2.23 Resumo mensal de distribuição (Anexo L, atual Anexo N)

#### 2.23.1 Tipos de investidor (item 2)

O resumo mensal de distribuição contempla subscrições, integralizações, vendas etc., discriminando o tipo de investidor dentre uma lista de 12 categorias pré-indicadas (pessoas naturais, clubes de investimento, fundos de investimento etc.) e uma categoria adicional de “outros”.

Uqbar sugere excluir o tipo “outros”, que leva a preenchimento impreciso.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 3 Comentários à Minuta B

#### 3.1 Comentários gerais

B3 comenta que a diversificação dos intermediários habilitados para a condução de ofertas públicas aumenta a possibilidade de alcance a novos emissores e amplia o acesso ao mercado de capitais, como observado em outros mercados. Assim, permitir que novas sociedades se registrem como intermediários de ofertas públicas seria positivo para o mercado.

Neste contexto, o participante ressalta dois aspectos. Em primeiro lugar, chama atenção para a necessidade de que agentes que queiram atuar como participantes de ofertas públicas na B3 devem estar habilitadas como agentes de custódia. Para o caso de instituições não financeiras registradas como intermediários, será necessário indicar um agente de custódia que atue diretamente na Central Depositária da B3. Em segundo lugar, o participante levanta a possibilidade de intermediários de ofertas de pequenas e médias cumprirem requisitos mais brandos de registro, a fim de estimular a captação por emissores com tal perfil.

A contratação de agente de custódia é objeto da Resolução CVM nº 32, de 19 de maio de 2021, e pode ser uma exigência a ser estabelecida pela B3 no contexto da realização de ofertas públicas com concomitante admissão à negociação em ambiente de mercado organizado, não tendo sido identificada necessidade de tratar esse tema no âmbito da presente reforma.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em relação ao regime geral de obrigações imposto a intermediários, a Minuta B já é fruto de um exercício que, dentre outros objetivos, buscou eliminar eventuais solicitações que pudessem onerar os participantes sem correspondentes benefícios para o mercado. Diante disso, remanesceu na norma um núcleo mínimo de obrigações de deveres de conduta e estrutura organizacional, que, inclusive, são próximas àquelas aplicáveis às plataformas eletrônicas de investimento participativo.

A despeito disso, a CVM continuará a acompanhar a evolução do mercado, mantendo-se aberta a ajustes no futuro, se constatado que as normas ora editadas representam obstáculo relevante ao ingresso de novos participantes desse mercado.

ANCORD acredita que a Minuta B representa, para as instituições financeiras e equiparadas atualmente autorizadas a atuar como intermediários líderes e coordenadores de ofertas públicas, um aumento injustificado do custo de observância.

Para o participante, as exigências da Minuta B são redundantes em relação às regras editadas pela CVM e pelo Banco Central do Brasil e já cumpridas por estas instituições, logo seu único impacto para elas seria o esforço adicional de cumprir uma nova norma, sem benefício em termos de qualidade dos serviços prestados ou proteção do investidor.

Por outro lado, o participante entende que a Minuta B deva ser aplicada aos agentes dos emissores que não sejam instituições financeiras, uma vez que tais agentes carecem, efetivamente, de um arcabouço regulatório específico. O participante inclusive questiona se o arcabouço proposto pela Minuta B seria suficiente para assegurar o mesmo nível de segurança e **compliance** que se aplica às instituições financeiras sujeitas a uma regulamentação muito mais abrangente e rigorosa.

Sobre o tema, Chediak Advogados propõe reflexão a respeito dos efeitos da exigência de registro sobre o ingresso de novos intermediários, dos quais depende o aumento da concorrência. A despeito de seu comentário, o participante informa confiar na suposição da CVM de que o registro não só facilitará a supervisão da Autarquia nos casos de registro automático de ofertas, mas sobretudo de que o registro não resultará em custos desproporcionais.

Para instituições financeiras que já estejam submetidas a regras similares, as estruturas exigidas pela regra podem ser aproveitadas sem aumento de custos. Adicionalmente, ainda que a norma preveja deveres e estrutura objetivamente similares a outras já existentes nessas instituições, elas são



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

voltadas à atividade de intermediação de ofertas públicas, para a qual não existe, até o momento, norma específica.

Sobre os impactos em relação a agentes que não sejam instituições financeiras – e considerando especialmente as observações feitas por Chediak Advogados –, um dos efeitos esperados com a edição da regra é o aumento da concorrência, com o ingresso de novos participantes em um mercado atualmente ocupado exclusivamente por instituições financeiras. Efeito similar de ingresso de novos agentes foi verificado no segmento de **crowdfunding**, em que dezenas de plataformas passaram a atuar após a edição de regra específica por parte da CVM.

Por outro lado, a fim de equilibrar a promoção da concorrência nesse segmento de mercado com a capacidade de supervisão da Autarquia, a atuação como coordenador em ofertas públicas por parte de pessoas jurídicas que não sejam instituições financeiras foi restrita, como regra geral, às ofertas sujeitas ao rito ordinário de registro, nas quais o acompanhamento da CVM ocorre em momento próximo à prática dos atos de distribuição.

Para as demais ofertas, sujeitas ao rito automático de registro e, portanto, nas quais a supervisão tende a ocorrer somente em momento posterior, a atuação de coordenadores que não sejam instituições financeiras fica condicionada à sujeição por tais agentes a supervisão de entidade autorreguladora, nos termos de acordo de cooperação específico para esse fim ainda a ser firmado.

ANBIMA propõe que o papel da entidade credenciadora prevista na Minuta B se assemelhe àquele das entidades que firmam cooperação técnica com a CVM, nos termos na Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021.

Assim, em vez de credenciar o regulado, o que envolve implicações práticas que se assemelham a uma autorização, a entidade atuaria estritamente na análise prévia do pedido para verificar o cumprimento de requisitos normativos e subsidiar a decisão da CVM (sem a substituir ou vincular) no tocante à autorização pleiteada.

O procedimento sugerido seria, na visão do participante, já conhecido e consolidado entre CVM e a própria ANBIMA, inexistindo histórico de questionamentos judiciais. Adicionalmente, o modelo abriria a possibilidade de serem alinhados aspectos técnicos entre a CVM e a entidade autorreguladora, o que seria importante diante do ineditismo do registro dos intermediários.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Os argumentos do participante foram considerados pertinentes e a norma foi adaptada de modo a reproduzir modelo similar ao previsto na Resolução CVM nº 21, de 2021.

Desse modo, o papel da entidade autorreguladora com a qual a CVM celebre acordo estará centrado no auxílio técnico referente à análise prévia de pedidos de registro dos coordenadores de ofertas públicas. As opiniões da entidade quanto ao atendimento dos requisitos de registro não vincularão a decisão da SRE em relação à concessão de tal registro e tampouco implicarão que esse registro seja concedido de forma automática.

Em consequência dessa mudança, foi identificada a necessidade de especificar na norma os documentos que deverão ser apresentados à CVM para instrução do requerimento de registro, nos termos do art. 6º e correspondente Anexo A.

### 3.2 Âmbito e finalidade

#### 3.2.1 Equiparação entre instituição líder e demais intermediários (art. 1º)

O art. 1º da Minuta B indica que a norma trata do registro de intermediários de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários por (i) instituições que atuem como intermediários líderes; e (ii) demais instituições que atuem como coordenadores.

ANBIMA propõe eliminar as referências distintas aos dois conjuntos de participantes, tornando a regra aplicável àqueles que “[atuem] como estruturadores e coordenadores de ofertas públicas”.

O objetivo indicado pelo participante é deixar claro que não há distinção entre intermediários líderes e os demais intermediários de oferta, devendo tal normativo ser aplicável a todos aqueles que atuem na qualidade de intermediários de ofertas públicas, sendo todos tratados sem distinção e responsabilizados individualmente por seus atos no âmbito da oferta pública.

Considerando que não há, no âmbito da Minuta B, obrigações diferenciadas entre o líder e os coordenadores e que o líder é efetivamente um dos coordenadores, a CVM não identificou óbices a dar nova redação ao art. 1º, com menção apenas a coordenadores. Assim, a Minuta B foi revisitada e a menção a intermediários como agente central objeto da norma foi substituída por coordenadores.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Por fim, é oportuno destacar que a norma não abarca as instituições integrantes do consórcio de distribuição da oferta pública que não atuarem como coordenadores (art. 1º, parágrafo único, inciso II).

### 3.2.1.1 Intermediação via registros distribuídos (arts. 1º, 3º e 4º)

Mercado Bitcoin sugere afastar a incidência da regra a intermediários que atuem exclusivamente na distribuição de valores mobiliários emitidos por tecnologia de registros distribuídos e sejam credenciadas em entidade autorreguladora.

Caso essa proposta não seja aceita, o participante sugere então, em caráter subsidiário, a alteração somente no dispositivo pertinente ao credenciamento, de modo que o credenciamento dos intermediários que atuassem em ofertas de tecnologia de registro distribuído fosse feito junto a uma credenciadora específica para esse segmento.

Ainda segundo sua proposta, a entidade credenciadora em questão seria responsável apenas por intermediários que atuassem de modo exclusivo com tal tecnologia e disponibilizaria à CVM, para subsequente divulgação na rede mundial de computadores, a relação das entidades credenciadas.

Em sua justificativa para as propostas, Mercado Bitcoin ressalta a peculiaridade imposta pelo ofício da atuação de intermediação de distribuição de valores mobiliários emitidos em tecnologia de registro distribuído, o que tornaria razoável que tais entidades fossem dispensadas de registro como intermediária e se credenciassem junto a uma entidade autorreguladora especializada nesse nicho de mercado. Esse último ponto foi defendido ainda por ABCripto.

O tema em questão também foi abordado por LAB, que propõe regras específicas para intermediários que atuem em ofertas públicas de valores mobiliários emitidos em tecnologia de livro de registro distribuído.

Em síntese, caberia a tais intermediários: comprovar sua autorização para realização de atividades de escrituração e custódia; ou celebrar com um terceiro que detenha tal autorização um contrato que assegure: (i) cooperação tecnológica, operacional e regulatória entre as entidades, (ii) garantia de cumprimento de obrigações aplicáveis às atividades de escrituração e custódia; (iii) existência de procedimentos e controles internos que garantam liquidação física e financeira de operações; (iv) cumprimento de obrigações regulatórias, fiscais e tributárias nas operações; e (v) responsabilidade solidária entre os contratantes por prejuízos causados a emissores e investidores.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A Minuta B estipula obrigações cujo cumprimento foi considerado necessário para a segurança da atividade de intermediação de valores mobiliários, independentemente das tecnologias utilizadas. Neste sentido, buscou-se evitar qualquer empecilho a uma tecnologia em particular e, do mesmo modo, não se considera necessário criar um regime peculiar e diferenciado que favoreça tal tecnologia.

Não obstante, ressalta-se a experiência da CVM no contexto do **Sandbox** Regulatório em que a Autarquia vem observando a aplicação da tecnologia de registro distribuído no contexto das atividades de emissão, negociação e liquidação de valores mobiliários digitais. Nesse aspecto, ainda que os desenvolvimentos indiquem um impacto maior para as atividades de escrituração, custódia e depósito centralizado, é possível que as experiências sugiram alguma adaptação nas regras relacionadas a ofertas públicas e seus intermediários. Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

### 3.2.1.2 Plataforma eletrônica de investimento: padronização de nomenclatura (art. 1º, § 2º, I; atual art. 1º, parágrafo único, II)

O registro de intermediário previsto na Minuta B não abrange a atividade de “plataforma eletrônica de investimento”.

B3 sugere empregar o termo “plataforma eletrônica de investimento participativo”, para fins de padronização com a nomenclatura existente na Instrução CVM nº 588, de 2017, atual Resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

### 3.2.2 Definições (art. 2º)

A Minuta B contém definição para o termo “coordenadores”, a saber: “instituições signatárias do contrato de distribuição de valores mobiliários objeto de ofertas públicas”.

ANBIMA sugere a substituição do termo definido, passando de coordenador para “intermediário de ofertas públicas”, e alteração da definição para “instituições que atuem na estruturação e coordenação de oferta pública”.

Com isso, o participante aponta que restaria mais claro o intuito da norma de considerar intermediário todo aquele que atue na atividade de estruturação e coordenação de oferta pública,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

independentemente de fazê-lo na condição de líder ou não do consórcio formado para a oferta pública. Adicionalmente, o termo “intermediário de ofertas públicas” demarcaria a distinção em relação à definição de intermediário contida na Resolução CVM nº 35, de 26 de maio de 2021.

Em consonância com a definição proposta, o participante sugere correspondentes ajustes ao longo do texto da Minuta B.

A CVM revisitou o dispositivo e optou por um comando que privilegia as condições necessárias para que uma instituição atue como coordenadora em uma oferta pública de valores mobiliários. Assim, o dispositivo foi alterado para prever que somente podem atuar como coordenadores de uma oferta pública as instituições registradas junto à CVM e que sejam signatárias de contrato de distribuição de valores mobiliários objeto da oferta pública na qualidade de coordenadores.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

### 3.3 Entidades que podem ser registradas

#### 3.3.1 Plataformas de investimento participativo (art. 3º, proposta de novo inciso)

O art. 3º da Minuta B lista duas espécies de instituições como aquelas que podem obter o registro de intermediário: instituições financeiras e demais sociedades que atuem para distribuir os valores mobiliários.

Crowdinvest e ABFintechs, em conjunto, propõem uma terceira possibilidade: as plataformas de investimento participativo. Em sua visão, tais plataformas deveriam poder ocupar, em parte, esse nicho de atuação, como evolução natural de seus modelos de negócio e do próprio amadurecimento desta indústria.

As plataformas de investimento participativo já podem obter o registro, com base no art. 3º, II, devendo, naturalmente, preencher os requisitos estabelecidos ao longo da norma. Desse modo, a criação de novo inciso específico para as plataformas de investimento participativo não foi considerada necessária e, portanto, a sugestão não foi acolhida.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 3.4 Requisitos para registro

#### 3.4.1 Exceções para instituições financeiras (art. 5º, atual art. 4º)

Nos termos do art. 5º, II, da Minuta B, um dos requisitos que o intermediário deve atender para obter o registro é ter em seu objeto social o exercício de intermediação de valores mobiliários.

Mattos Filho entende não haver necessidade de alterar estatutos sociais de instituições que, de acordo com as atuais normas, já estejam possibilitadas de ser coordenadores de ofertas. O participante argumenta que ter previsão estatutária de realizar atividade de intermediação de valores mobiliários não é condição suficiente para poder fazê-lo, de acordo com a norma proposta, então não deveria ser condição necessária.

Desse modo, o requisito de previsão no objeto social seria aplicável apenas a intermediários que não sejam instituição financeira.

ANBIMA apresenta sugestão similar, mas estendendo o tratamento excepcional para outras exigências aplicáveis ao registro, a saber: (i) ter sede no Brasil, (ii) constituir e manter recursos humanos e tecnológicos adequados ao porte e à área de atuação; e (iii) atribuir a responsabilidade pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos a um diretor estatutário.

O comentário submetido por Mattos Filho foi aceito e refletido na norma.

As obrigações citadas por ANBIMA são essenciais para qualquer intermediário que venha a ser registrado e o seu afastamento esvaziaria o propósito da norma. Ademais, como observado anteriormente, é esperado que instituições já habilitadas atualmente a atuar como intermediários de ofertas públicas estejam substancialmente aderentes às obrigações previstas, de modo que não precisem incorrer em novos custos significativos. Apesar disso, foram feitos ajustes pontuais nos incisos do atual art. 4º para aperfeiçoar as suas redações.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 3.5 Cancelamento do registro

#### 3.5.1 Critérios estabelecidos pela entidade credenciadora (art. 8º, atual art. 9º)

Uma das hipóteses em que a entidade credenciadora deve cancelar o credenciamento do intermediário é aquela em que resta evidenciado que tal intermediário não atende requisitos e condições estabelecidos na regra.

ANBIMA propõe deixar claro que competirá a cada entidade credenciadora criar critérios para a constatação do não atendimento dos requisitos da norma e o consequente descredenciamento do intermediário, dado que esse processo deverá ser claro e transparente e assegurar a devida defesa antes do descredenciamento.

Expressando preocupação similar à de ANBIMA, Mattos Filho sugere esclarecer que o cancelamento do credenciamento, quando decorrente da prestação de informações falsas, uso de meios ilícitos ou descumprimento da resolução, deve ser precedido de comunicação sobre o descumprimento e concessão de período de cura, sem prejuízo de apurações de responsabilidade.

Ao justificar sua sugestão, o participante ressalta a necessidade de paralelismo do descredenciamento com o cancelamento de registro previsto para as mesmas hipóteses, nos termos do § 2º do mesmo art. 8º. Se o cancelamento, nessas hipóteses, dependerá de processo administrativo, analogamente, o descredenciamento não poderia ser imediato e automático.

As sugestões perderam o objeto em razão da adoção de um modelo similar ao da Resolução CVM nº 21, de 2021, segundo o qual a entidade autorreguladora passará a atuar exclusivamente na análise prévia de requerimentos de registro.

#### 3.6 Suspensão do intermediário por atuação em oferta ilegal ou fraudulenta (art. 10, atual art. 9º, inciso IV)

Nos termos do art. 10, **caput**, a SRE deve suspender a autorização do intermediário caso o intermediário tenha atuado em oferta pública de distribuição havida por ilegal ou fraudulenta.

ANBIMA sugere, em linha com o disposto no art. 24 da Minuta A e o art. 14 da Minuta B, que a previsão da suspensão feita pela SRE seja possível, mas desde que o intermediário tenha contribuído, com falta de diligência ou omissão, para que a oferta seja ilegal ou fraudulenta.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

O regime relacionado ao cancelamento e suspensão do registro foi revisitado e a hipótese abordada pelo participante foi realocada como uma hipótese que enseja o cancelamento de registro (art. 9º, IV). Adicionalmente, foi aprimorado o dispositivo que trata da comunicação do regulado acerca da abertura de procedimento de cancelamento de registro, assim como foi introduzida a menção expressa à possibilidade de recurso ao Colegiado (§§ 1º e 2º do art. 9º).

Ademais, considerou-se pertinente a sugestão e ela foi refletida na versão final da regra. Para fins de clareza, também foi acrescentada à hipótese de atuação dolosa do coordenador, que é mais grave que a falta de diligência, e, assim, deveria igualmente ser capaz de levar a um desfecho de cancelamento de autorização.

### 3.7 Suspensão da oferta pública (art. 11, atual art. 10)

O art. 11 da Minuta B prevê que as ofertas públicas em andamento que tenham como líder um intermediário que esteja com a autorização suspensa devam também ser suspensas.

Uqbar propõe que, caso o registro do intermediário seja suspenso quando ausente culpa do emissor na suspensão, seja prevista a possibilidade de substituição do intermediário para resguardar o emissor de prejuízos.

De forma similar, ABIPAG entende que a suspensão da autorização para que o intermediário líder preste serviços de distribuição não deve prejudicar, de maneira imediata, um emissor cujos valores mobiliários estão em processo de oferta pública conduzida por tal intermediário sem que lhe seja dada a oportunidade de remediar a situação. Por essa razão, sugere que seja concedido prazo para substituição do intermediário líder antes da suspensão da oferta.

Mattos Filho e ANBIMA também apresentam sugestão no mesmo sentido. Em relação especificamente à proposta de ANBIMA, destaque-se que a suspensão da oferta seria aplicada quando qualquer intermediário viesse a ter seu registro suspenso (e não apenas o líder) e o prazo para a substituição desse intermediário seria de 30 dias contados da data de conhecimento do fato.

O dispositivo foi suprimido desta regra, tendo em vista já haver previsão (art. 70, II) voltada à mesma finalidade na Resolução que dispõe sobre ofertas públicas, a qual guarda maior pertinência temática com o tema e disciplina o rito próprio de suspensão de oferta. As questões levantadas pelos



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

participantes sobre eventual saneamento de irregularidades, substituição da instituição intermediária etc. já estão previstas nesse tópico e aplicam-se a quaisquer hipóteses de suspensão.

### 3.8 Prestação de informações (art. 12, atual art. 11)

Nos termos do art. 12, II, da Minuta B, entre as informações que o intermediário deve manter atualizadas em sua página na rede mundial de computadores, encontram-se as regras, procedimentos e descrição de controles internos elaborados para fins de cumprimento da própria Minuta B.

Já o inciso III requer a divulgação da política de subscrição e negociação de valores mobiliários por administradores, empregados, colaboradores e pelo próprio intermediário.

ANBIMA sugere a exclusão da informação prevista no inciso II, dado o risco de que a disponibilização ao mercado de tais informações, principalmente no que diz respeito aos controles internos de cada instituição, afete a estratégia de cada instituição, bem como sua propriedade intelectual e privativa.

Desta forma, sugere que tal previsão seja como regra de conduta (atual art. 13), competindo a cada instituição criar as referidas regras e controles, segui-los e apresentá-los aos órgãos fiscalizadores sempre que requeridos, mas não havendo a obrigação de publicá-los em seus **websites**.

Com relação ao item III, ANBIMA concorda em disponibilizar ao mercado a política de subscrição e negociação no que diz respeito aos papéis do próprio coordenador. Contudo, entende ser um risco às instituições financeiras dar publicidade a políticas de investimento de seus empregados e administradores, inclusive abrangendo áreas como a tesouraria das instituições, que representam políticas internas e informações privativas das instituições.

A exigência de divulgação de regras, procedimentos e controles internos está em consonância com disposições análogas existentes em diversas normas já editadas pela CVM, sem que se tenha histórico de problemas relevantes de sua observância. A transparência a respeito das regras, procedimentos e controles internos contribui para sua efetividade, dentre outros motivos, porque facilita que terceiros tomem conhecimento e reportem práticas em desacordo com as informações publicamente disponíveis.

No que tange ao item sobre política de subscrição e de negociação de administradores, empregados e colaboradores, a informação é importante diante dos riscos de práticas irregulares



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

envolvendo negociações por esses agentes de valores mobiliários objeto de oferta pública da qual o intermediário esteja atuando como coordenador.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

ANBIMA sugere a inclusão de previsão que autorize conglomerados financeiros a manter um código de ética único, em atendimento ao art. 12, I. Assim, a norma estaria em consonância com o que já ocorre muitas vezes, ou seja, coordenadores que integram tais conglomerados seguiriam o código de ética do conglomerado, sem a necessidade de criação de um específico para si, reduzindo o custo de observância da regra.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra, inclusive de modo a abranger grupos econômicos de outros agentes que não instituições financeiras.

Neste sentido, foi incluída ao art. 11 da Resolução e sua redação é similar à da Resolução CVM nº 35, de 2021.

### 3.9 Formulário cadastral (arts. 10, § 1º)

O art. 10, § 1º, da Minuta B menciona a necessidade de que os intermediários de valores mobiliários entreguem um formulário cadastral à CVM. Contudo, não há indicação de conteúdo deste formulário nem de data específica para sua entrega, ao contrário do que foi feito, no art. 13, com relação ao formulário de referência.

Mattos Filho entende ser necessário esclarecer o prazo para a entrega do referido formulário cadastral, conforme foi feito no art. 13, no que tange o formulário de referência, ainda que sejam estipulados prazos distintos. Do mesmo modo, seria necessário incluir descrição do conteúdo do documento ou esclarecer que será o mesmo previsto no âmbito da Instrução CVM nº 480, de 2009.

Por fim, o participante entende pertinente dar aos intermediários que já possuem formulário de referência a opção de atualizarem somente este formulário, sem ser necessário a elaboração de um novo documento.

Inicialmente, vale esclarecer que não havia na proposta original um formulário cadastral a ser entregue periodicamente à CVM. A referência a esse termo no antigo art. 10, § 1º, tinha por objetivo



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

mencionar os “dados cadastrais” do intermediário, fornecidos quando de seu registro, que seriam utilizados para fins de envio do endereço eletrônico lá mencionado.

No entanto, diante da nova abordagem adotada pela regra, em que o credenciamento junto à entidade autorreguladora dá lugar ao registro junto à CVM, efetivamente passa a existir a necessidade de entrega de dados cadastrais, em linha com obrigações aplicáveis a outros participantes do mercado de capitais, nos termos da Resolução CVM nº 51, de 31 de agosto de 2021. Para alcançar esse efeito, a Resolução CVM nº 51, de 2021, foi alterada pela Resolução que resulta da Minuta C apresentada à Audiência Pública.

### 3.10 Deveres do intermediário (art. 14, atual art. 13)

O art. 14 da Minuta B elenca em seus incisos os deveres do intermediário da oferta.

JGP propõe incluir novos incisos contemplando, em síntese: (i) zelar para que informações divulgadas e a alocação da oferta não privilegiem partes relacionadas; e (ii) divulgar com clareza a alocação final da oferta e seu processo de formação.

A proposta foi parcialmente aceita para incluir na regra a obrigação de zelar para que as informações divulgadas e a alocação da oferta não privilegiem partes relacionadas, em detrimento a partes não relacionadas. Dado que esse dever é pertinente à atuação de todos os coordenadores envolvidos na oferta, a disposição foi replicada também na regra sobre ofertas públicas (art. 82).

Com relação à alocação final da oferta, considerando que se trata de dados sensíveis, optou-se pela sua não inclusão.

O art. 5º já exige das instituições financeiras e não financeiras a manutenção de recursos humanos e tecnológicos adequados ao porte e à área de atuação da pessoa jurídica. ANBIMA sugere reproduzir tal exigência também entre os deveres do art. 14, por se tratar de item necessário não apenas de requerimento para o registro do intermediário da oferta, como também para sua manutenção.

Considerando que consta dentre os requisitos para obtenção do registro “constituir e manter recursos humanos e tecnológicos adequados ao seu porte e à área de atuação da pessoa jurídica”, a alteração proposta não foi considerada necessária.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em consonância com sua sugestão de eliminar do art. 12 a necessidade de manter regras, procedimentos e descrição de controles internos disponíveis na página da rede mundial de computadores, ANBIMA sugere, em contrapartida, a previsão no art. 14 do dever do intermediário de apresentar tais regras, procedimentos e a descrição dos controles internos sempre que solicitado pela CVM.

A sugestão restou prejudicada, dada a manutenção do conteúdo no art. 12 original, correspondente ao atual art. 11.

### 3.11 Conflitos de interesse (art. 17, II, atual art. 16, II)

Nos termos do art. 17, II, os intermediários devem exercer suas atividades de forma a “identificar, administrar e eliminar” eventuais conflitos de interesses que possam afetar a sua atuação e cumprimento das obrigações por parte das pessoas que desempenhem funções ligadas à oferta.

Considerando a impossibilidade de eliminar todos os conflitos de interesse referidos pela norma, ANBIMA sugere a substituição do termo “eliminar” por “mitigar”, de forma que os intermediários usem de seus melhores esforços para mitigar referidos conflitos, bem como deem a devida divulgação, nos documentos relacionados à oferta pública, acerca dos conflitos existentes.

A sugestão foi parcialmente acolhida, tendo sido adotada a expressão “identificar, administrar e mitigar ou, quando possível, eliminar eventuais conflitos de interesse”.

### 3.12 Informações confidenciais (arts. 18, I e III, e 20, atuais arts 17, I e III e 19)

O art. 18 da Minuta B trata de mecanismos que devem ser estabelecidos para tratamento de informações “confidenciais”. A mesma expressão é empregada também no art. 20.

ANBIMA considera que o termo “confidencial” é amplo e pode compreender informações de uso interno, bem como materiais e não públicas. Neste sentido, sugere adaptação para refletir no dispositivo o que entende ser o escopo da norma em tela, ou seja: informações materiais e não públicas originárias de ofertas públicas e sujeitas às políticas de barreiras de informação e conflitos de interesses.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra com ajuste de redação para se referir a “informações relevantes e não públicas”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 3.13 Atuação do diretor responsável (art. 19, atual art. 18)

O art. 19, **caput**, prevê que o diretor responsável pela “implementação e cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos” deve encaminhar anualmente relatório ao conselho de administração, com determinadas informações especificadas na regra.

ANBIMA sugere substituir “implementação e cumprimento” de regras, políticas, procedimentos e controles internos por “verificação do cumprimento” desses mesmos aspectos. Em sua visão, essa verificação corresponde ao verdadeiro papel do diretor, dado que a efetiva implementação e cumprimento compete à instituição como um todo ou por determinada área competente.

A proposta foi parcialmente acatada, tendo a CVM optado por aproximar a redação do art. 18 com a do art. 4º, V, que atribui ao diretor em questão a responsabilidade pelo “cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos”, ou seja, sem a menção à “implementação” ou à “verificação” do cumprimento, termos que também foram eliminados do dispositivo ora comentado. Ressalta-se que a redação final está alinhada às demais normas da CVM que tratam sobre o assunto.

Em relação ao relatório a ser anualmente produzido, ANBIMA sugere prever que ele possa ser único ou compor um relatório abrangente de supervisão de regras, procedimentos e controles internos de implementação e cumprimento de políticas exigido pela CVM, observada a compatibilidade dos prazos de entrega.

ANBIMA alega que isto estaria em linha com o art. 6º, VII, § 2º, da Resolução CVM nº 50, de 31 de agosto de 2021, o qual permite que relatórios que abarquem supervisão de regras, procedimentos e controles internos de implementação e cumprimento de políticas de assuntos correlatos sejam unificados quando do seu envio, consolidando diversas outras instruções com requerimentos similares.

A proposta foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra, por meio da inclusão do § 2º ao art. 18.

### 3.14 Segregação de atividades (art. 20, atual art. 19)

O art. 20 da Minuta B prevê que o exercício da intermediação de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários deve ser segregado das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Alegando objetivo de distinguir o “intermediário” enquanto corretora do “intermediário de oferta pública” enquanto coordenador de uma oferta pública, ANBIMA sugere ajuste de redação para prever que o exercício da intermediação de ofertas públicas seria segregado das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica “que não tenham acesso a informações materiais e não públicas”. Ajustes com o mesmo propósito são sugeridos nos incisos I e II do dispositivo.

A respeito do mesmo trecho, Crowdfund e ABFintechs sugerem que a segregação seja feita em relação às demais atividades exercidas pela pessoa jurídica “que impliquem em situações de conflito de interesses”. Os participantes têm em vista a possibilidade de exercício concomitante de atividades de intermediário e de plataforma eletrônica de investimento participativo – a segregação não seria necessária nem faria sentido nesse caso, por ambas serem relacionadas à intermediação e não envolverem qualquer tipo de conflito. Sua imposição apenas geraria custos desnecessários ao intermediário, que deixaria de aproveitar sinergia entre as atividades complementares.

A regra foi adaptada em linha com as sugestões recebidas, tendo sido adotada redação similar à empregada na Resolução CVM nº 60, de 23 de dezembro de 2021.

### 3.15 Suspensão de novas ofertas públicas (art. 24, § 2º)

O art. 24, § 2º, da Minuta B autoriza a SRE a determinar a suspensão de novas ofertas públicas, caso as instituições que atuem como coordenadores de ofertas tenham realizado ofertas consideradas ilegais ou fraudulentas.

Em linha com sua sugestão anterior ao art. 10, ANBIMA sugere limitar essa possibilidade aos casos em que tais instituições tenham, “por falta de diligência ou omissão”, assessorado ofertas ilegais ou fraudulentas.

O art. 24 da Minuta B trata do caso particular de agentes autorizados a atuar na distribuição de produtos de sua emissão ou de emissão de fundos por eles geridos ou administrados. A possibilidade de tais agentes atuarem na distribuição desses produtos já está prevista nas regras próprias desses produtos e, diante disso, considerou-se que o conteúdo do dispositivo deveria ser transposto para tais regras, a fim, inclusive, de evitar possíveis redundâncias.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Consequentemente, foram promovidos ajustes, por meio da norma decorrente da Minuta C, considerados necessários nas Resoluções CVM nº 21 e nº 60, ambas de 2021, com a correspondente supressão do art. 24 da Minuta B da versão final da Resolução.

Tendo em vista o exposto acima, restaram prejudicadas as sugestões referentes ao art. 24 da Minuta B.

### 3.16 Formulário de referência (Anexo A, atual Anexo B)

#### 3.16.1 Resiliência financeira (item 3.1.1, atual 2.1.1)

Crowdinvest e ABFintechs, em complemento a proposta do art. 3º – segundo a qual as plataformas de investimento participativo passariam a ser indicadas como passíveis de obtenção do registro de intermediários de ofertas públicas –, defendem alterações no formulário de referência pertinentes a requisitos de resiliência financeira a serem observados por tais plataformas.

Mais especificamente, sugerem que as plataformas “efetivamente ativas” possam se beneficiar de um período de transição, em que a exigência de R\$ 1 milhão de patrimônio líquido seria flexibilizada para uma exigência de R\$ 500 mil em capital social integralizado, o que seria mais compatível com o estágio de desenvolvimento de tais plataformas.

Por plataformas “efetivamente ativas”, nesse contexto, os participantes se referem àquelas que tenham realizado ao menos uma oferta bem-sucedida no último exercício social – esta distinção buscava evitar que o tratamento mais favorecido fosse utilizado por agentes com registro formal, mas sem efetiva experiência de atuação.

A regra não impede que plataformas eletrônicas de investimento participativo solicitem, também, seu registro como um intermediário de ofertas públicas. Para tanto, é necessário que preencham os requisitos associados ao registro, que são aqueles que foram julgados necessários para a adequada prestação desse serviço. Não há justificativa para a concessão de tratamento diferenciado e favorecido para as plataformas eletrônicas de investimento participativo. Portanto, a sugestão não foi acolhida.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 4 Comentários à Minuta C

#### 4.1 Alterações à Instrução CVM nº 480, de 2009 (atual Resolução CVM nº 80, de 2022)

Uma vez que a Minuta A propõe a alteração dos prazos de análise da SRE no âmbito de ofertas públicas registradas, Mattos Filho sugere a inclusão de um parágrafo no art. 5º da Instrução CVM nº 480, de 2009, com objetivo de compatibilização dos prazos de análise da SEP, nos casos de registro inicial de emissor ou conversão de registro concomitantemente à realização de uma oferta.

Neste sentido, o dispositivo sugerido determinaria diretamente que a SEP observasse os prazos previstos na resolução que resultará da Minuta A. Consequentemente, seria desnecessária a distinção de prazos prevista no art. 5º, § 6º, que levam em consideração a existência ou não de pedido concomitante de registro de oferta pública de distribuição de ações.

ANBIMA também menciona a necessidade de serem observados os novos prazos propostos na regra na análise de concomitante registro de companhia aberta.

Inicialmente, cabe ressaltar que durante o período de análise do material referente a esta audiência pública foi editada, no contexto do processo de revisão e consolidação dos atos normativos previsto no Decreto nº 10.139, de 2019, a Resolução CVM nº 80, de 2022, que revogou a Instrução CVM nº 480, de 2009. Portanto, todos os comentários relativos à norma que dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários farão referência à Resolução CVM nº 80, de 2022.

Em relação às sugestões, foram aceitos os comentários e os prazos de análise de requerimento de registro de oferta pública e de pedido de registro de emissor foram compatibilizados. Com objetivo de minimizar a necessidade de consulta a diferentes normativos apenas para obtenção de dados objetivos relacionados a prazos, optou-se por repetir as informações sobre prazo nas regras de ofertas e emissores, em vez de fazer uma remissão entre elas, como sugerido por Mattos Filho.

Assim, as propostas foram parcialmente acolhidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

O art. 7º da Instrução CVM nº 480, de 2009, correspondente ao art. 8º da Resolução CVM nº 80, de 2022, dispunha sobre hipóteses de dispensa automática de registro de emissor de valores mobiliários.

A Minuta C propõe acrescentar a esse rol de hipóteses o caso do emissor de valores mobiliários representativos de dívida e objeto de oferta pública destinada exclusivamente a investidores profissionais e cuja oferta seja realizada pelo rito automático de distribuição.

ANBIMA sugere que a dispensa mencione ofertas destinadas não apenas a profissionais, mas a profissionais e qualificados, em linha com o art. 26, IX, da Minuta A, que possibilita a emissão de debêntures incentivadas enquadradas nos termos definidos na Lei nº 12.431, de 2011, por empresas fechadas e sociedades limitadas, para investidores profissionais e qualificados.

A proposta foi considerada pertinente e foi refletida na versão final da regra.

A Minuta C propõe alterar a Instrução CVM nº 480, de 2009, para nela incluir o conceito de emissor frequente de renda fixa, que utiliza, como um de seus parâmetros, o emissor ter realizado ofertas públicas, nos 4 exercícios sociais anteriores, em montante total igual ou superior a R\$ 500 milhões de valor mobiliário de renda fixa que pretenda ofertar.

ABRASCA e Stocche Forbes consideram que esse parâmetro pode representar um limitador indevido, inviabilizando ofertas de emissores que efetivamente acessam o mercado frequentemente, mas que, por variadas razões, não atingem o mínimo exigido.

Pela redação sugerida, além do limite de R\$ 500 milhões, foi sugerida uma opção alternativa de realização de no mínimo 6 ofertas, independentemente do valor, ambas as opções em relação aos últimos quatro exercícios sociais.

Em atenção às preocupações levantadas pelos participantes, foi prevista mais uma possibilidade de caracterização de um emissor como emissor frequente de renda fixa, em função do número de ofertas públicas realizadas, independentemente do montante total alcançado no período. Para fazer jus a essa possibilidade, o emissor deve ter realizado ao menos duas ofertas públicas de distribuição nos últimos quatro exercícios sociais.

É válido destacar que, seja na hipótese de duas ofertas públicas, seja na hipótese de ofertas que totalizem R\$ 500 milhões, as ofertas devem ter sido submetidas ao rito ordinário de registro de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

distribuição, que permite a análise prévia por parte da CVM. A observância desse rito se justifica uma vez que a flexibilidade concedida pela regra a esses emissores tem como um de seus fundamentos o histórico de observância às normas que regem ofertas públicas, e o rito de registro ordinário de registro propicia segurança quanto a esse histórico.

Desse modo, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

ABIPAG sugere a inclusão parágrafo novo no art. 34-A da Instrução CVM nº 480, de 2009, para equiparação, aos emissores frequentes de valores mobiliários de renda fixa, dos originadores e cedentes de direitos creditórios que costumeiramente utilizam o mercado de capitais para tal finalidade, por exemplo, por meio de fundos de investimento em direitos creditórios.

A intenção informada pelo participante é tornar possível que a oferta pública de valores mobiliários emitidos por veículos que têm como objetivo principal a securitização de recebíveis seja realizada com base no rito de registro automático.

Originadores e cedentes de direitos creditórios não estão sujeitos ao mesmo regime de transparência de informações que os demais emissores que podem ser qualificados como emissores frequentes de renda fixa. Portanto, a sugestão não foi aceita.

### 4.2 Sugestões adicionais para incorporação na Minuta C

LAB sugere alterar o art. 3º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021, para desobrigar o depósito centralizado para ofertas de valores mobiliários digitais, pois tal exigência seria incompatível com a natureza e operação da tecnologia de livro de registro distribuído.

Mercado Bitcoin faz proposta similar, envolvendo, no entanto, modificação do art. 4º da mesma Resolução.

A sugestão foi considerada fora do escopo da presente Audiência Pública.

Por fim, vale reiterar que foram feitos, ainda, ajustes na Minuta C para incluir mudanças necessárias em atos normativos editados pela CVM, para fins de harmonização com conceitos introduzidos pela norma editada, assim como para acomodar manifestações recebidas e aceitas na Audiência Pública, conforme abordado ao longo deste relatório.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 5 Tópicos destacados no Edital

#### 5.1 Blackout period e flash numbers

Conforme destacado no Edital da presente Audiência Pública, a Minuta A não restringe o registro de oferta pública no período iniciado no 16º dia anterior a divulgação de informações periódicas pelo emissor, ou seja, não institui o que veio a ser designado informalmente como **blackout period**. Essa restrição já havia sido afastada provisoriamente por meio da Deliberação CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, porém notou-se que a flexibilização não vinha sendo utilizada de maneira significativa.

Diante disso, a CVM indagou sobre a conveniência de manutenção de tal flexibilização, bem como sobre eventuais ajustes, como uma previsão de que a documentação da oferta inclua informação contábil ou operacional referente ao período abrangido pelas informações de divulgação iminente, em relação às quais haja segurança razoável em sua apuração ou verificação (“**flash numbers**”).

Chediak Advogados é a favor da manutenção da flexibilidade em relação ao **blackout period**, sem a necessidade de tornar obrigatório que a documentação da oferta possua os chamados **flash numbers**. O participante entende que deva ser facultada a cada agente a decisão quanto à necessidade, ou não, de divulgação desses números nas ofertas em que promover, cabendo a estes a responsabilidade sobre as informações fornecidas.

B3 observa inicialmente que entre 2020 e 2021 dez emissores valeram-se da flexibilização em questão, de modo que ela teria, de fato, sido adotada. O participante considera sua manutenção positiva para o mercado de capitais, por ampliar as janelas de oportunidade para o lançamento de ofertas pelos emissores. Contudo, isto não resolveria por completo o problema da concentração dos pedidos de registro em momentos específicos do ano.

Neste sentido, tomando por base o que ocorre no mercado norte-americano, B3 sugere que a CVM autorize os emissores, no primeiro arquivamento, a fornecer apenas as demonstrações financeiras anuais e todos os demais documentos necessários para obtenção de registro de emissor e de oferta, possibilitando que o emissor apresente as informações qualitativas preliminares dos resultados do trimestre imediatamente anterior baseados nas estimativas preliminares do período com base nos controles internos do emissor e sem a revisão dos auditores.

As demonstrações contábeis do trimestre imediatamente anterior, com todo o processo concluído de revisão dos auditores independentes, de acordo com o participante, poderiam ser incluídas





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

no segundo arquivamento, junto com os demais documentos referentes ao atendimento às exigências da SRE.

Ainda segundo o participante, para mitigar o risco de informações não auditadas apresentadas no primeiro arquivamento conterem alterações substanciais em relação a períodos anteriores, uma possibilidade seria requerer que fossem informados no primeiro arquivamento quaisquer eventos e mudanças relevantes ocorridas até a data do arquivamento e que poderiam estar contidas nas informações qualitativas preliminares apresentadas no primeiro arquivamento.

ANCORD avalia como benéfica a flexibilização do **blackout period**, na medida em que foi utilizada em diversas ocasiões de forma a viabilizar a realização de um maior número de ofertas.

O participante destaca que o prazo adicional concedido pela flexibilização foi acompanhado de uma maior diligência nos casos em que a divulgação de informações periódicas do emissor foi realizada em prazo inferior a 15 dias após a realização da oferta.

ABIPAG sugere incorporar à Minuta A a flexibilidade relativa ao **blackout period** prevista na Deliberação CVM nº 809, de 2019, e observar o comportamento do mercado para, conforme necessário, inserir, no futuro, eventuais novas exigências para mitigação de eventuais riscos identificados, dentre eles, por exemplo, a utilização de **flash numbers**.

ABRASCA é favorável a manter à flexibilização do **blackout period**, mesmo tendo em vista que a opção não tem sido adotada com frequência pelos emissores.

A respeito da possibilidade de a documentação da oferta incluir **flash numbers**, ABRASCA entende que esta opção poderia trazer inúmeros benefícios não somente aos emissores, mas também aos investidores, uma vez que informações relevantes que virão a público em período imediatamente posterior a uma oferta poderão ser relevantes para a tomada da decisão de investimento.

O participante entende desejável a regulamentação normativa de maneira clara e precisa da responsabilidade dos participantes da oferta por sua divulgação, estabelecendo padrões de proteção (**safe harbors**) por conta da possibilidade da alteração de tais dados até sua efetiva divulgação.

No mais, o participante comenta que as ofertas regidas pela Instrução CVM nº 476, de 2009, não estão sujeitas às restrições que foram flexibilizadas pela Deliberação CVM nº 809, de 2019, o que deveria ser mantido em relação a todas as ofertas, mas em especial àquelas sujeitas ao rito de registro automático.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ANBIMA também considera importante a manutenção da flexibilidade prevista na Deliberação CVM nº 809, de 2019, que permite que as companhias tenham melhor aproveitamento das janelas de oportunidade de mercado. Assim como B3, o participante cita exemplos de emissores que teriam se beneficiado dessa possibilidade.

Com relação aos **flash numbers**, sustenta a possibilidade de sua utilização nas ofertas, porém, em caráter excepcional, mediante análise do sindicato e da companhia, levando-se em consideração o setor e a situação financeira da emissora e a proximidade da emissão das demonstrações financeiras, devendo ainda ser observada a devida diligência, essencial para a completude das informações do prospecto e a correta compreensão dos riscos da oferta e do emissor.

Em consonância com a visão predominante na Audiência Pública, a CVM optou por não reestabelecer, nesse momento, a vedação ao registro de oferta pública em período imediatamente anterior a divulgação de informações periódicas pelo emissor.

A Autarquia irá observar o desenvolvimento do mercado sob as regras atuais, no tocante à aderência das informações divulgadas no contexto das ofertas aos dados que vierem a ser divulgados pelos emissores pouco tempo depois. Se tal avaliação indicar a necessidade de fazê-lo, medidas restritivas ou de obrigatoriedade de fornecimento de informações complementares poderão ser futuramente adotadas.

### 5.2 Diligências realizadas pelos intermediários

No Edital desta Audiência Pública, a CVM manifestou interesse em comentários sobre a possibilidade de, nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais, afastar o dever das instituições intermediárias de verificar a suficiência, veracidade, precisão e consistência das informações sobre o emissor e o ofertante. Na mesma oportunidade, foi cogitada uma eventual limitação da negociação dos valores mobiliários assim ofertados apenas entre investidores profissionais, em caráter definitivo.

Uqbar se declara contrário ao afastamento da obrigação de diligência pelo intermediário. Segundo o participante, o fato de se tratar de investidor profissional não deveria eximir o intermediário do dever de diligência, “mesmo porque, em caso de danos, caberia, em matéria de defesa, alegar a qualificação do investidor”. O participante observa ainda que o próprio edital traz argumento contrário ao afastamento do dever de diligência ao mencionar que o registro automático implicaria deslocamento



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

de parte do esforço de supervisão da CVM para a supervisão dos intermediários e a edição de norma com previsão de registro dos intermediários e das obrigações e deveres de conduta comuns a todos os prestadores de serviço de mercado.

ABIPAG também é contrária à redução dos deveres do intermediário, ainda que as ofertas sejam destinadas exclusivamente a investidores profissionais e a negociação posterior dos valores mobiliários esteja restrita a essa categoria de investidores. O participante ressalta o papel de **gatekeepers** dos intermediários, fundamental para garantir a lisura e o bom funcionamento do mercado de capitais.

ANCORD acredita que as responsabilidades do intermediário em ofertas, mesmo para investidores profissionais, ultrapassam a dimensão do risco da operação e abarcam aspectos referentes ao “**know your customer**” e prevenção à lavagem de dinheiro, que concorrem para a segurança do mercado de capitais.

Desta forma, entende que a limitação da negociação de ativos ofertados para este tipo de investidor, por exemplo, possa ser adequada do ponto de vista de gerenciamento de risco e **suitability**, no entanto, devem ser levados em consideração outros aspectos de responsabilidade dos intermediários como a identificação do investidor e dos recursos investidos.

Sobre o mesmo ponto, Chediak Advogados considera que o grau de **know-how** e ambiência dos investidores profissionais do país torna viável a flexibilização proposta, cabendo à CVM confiar-lhes ciência da política de execução de ordens mais adequada aos seus perfis.

O participante informa não divergir do requisito de assinatura de declaração de ciência, específica a respeito desse ponto, pelos agentes que contratarem intermediário em tais condições, conforme a CVM propõe.

Entretanto, incentiva a reflexão da Autarquia com relação à proposta de que os valores mobiliários objeto de tais ofertas sejam restritos a negociação com investidores profissionais em caráter definitivo. Tal proposta seria capaz de subtrair a liquidez do valor mobiliário e, no limite, restringir o potencial dos participantes de aproveitarem os custos reduzidos pela diminuição dos deveres dos intermediários.

Diante disso, o participante sugere que a CVM avalie a previsão de um prazo limite para tal restrição, de modo que, após determinado período, qualquer investidor possa adquirir e negociar o valor mobiliário.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

BNDES apoia o afastamento do dever de diligência pelo intermediário pois considera que investidores profissionais farão suas próprias diligências.

Contudo, sugere a manutenção da possibilidade de negociação desses valores mobiliários também com investidores qualificados, seja porque os profissionais já terão feito uma avaliação inteligente, seja porque o qualificado é considerado pela regulação como capaz de avaliar riscos de maior complexidade ou buscar informações mais detalhadas sobre determinado ativo.

ANBIMA entende ser importante manter a possibilidade de afastar o dever de diligência dos coordenadores quando a oferta for destinada exclusivamente a investidores profissionais, com os devidos **disclaimers** e ciência por parte destes investidores.

Na visão do participante, os investidores profissionais têm alto conhecimento em investimento no mercado de capitais e fazem a sua própria diligência na aquisição ou subscrição do valor mobiliário, cientes dos riscos quanto ao valor mobiliário em questão. Uma oferta sem diligência pelo coordenador teria como benefício a diminuição dos custos e um **timing** mais adequado para a realização da oferta, possibilitando um acesso maior ao mercado de capitais em momentos oportunos de mercado.

Tal dispensa, ademais, prossegue o participante, não deveria se limitar à distribuição no mercado primário, dado que a diligência usual é uma foto de um momento definido do emissor ou ofertante e é alterada com o passar do tempo – como em qualquer oferta de mercado de capitais. Portanto, não haveria fundamento para travar a negociação somente a investidores profissionais, respeitado os prazos estabelecidos na norma para a venda a outro tipo de investidor.

Considerando o conjunto de manifestações recebidas na Audiência Pública – e não apenas a propósito desse tópico em particular, mas de maneira mais ampla sobre o papel do intermediário nas ofertas públicas –, a CVM considera que a questão sobre a necessidade de realização de diligências pelo intermediário se insere em um debate mais amplo a respeito da própria necessidade do intermediário nessas ofertas.

De fato, uma vez que, do ponto de vista regulatório, a exigência de intermediário nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários está vinculada aos deveres e responsabilidades que a norma lhe impõe, dispensar um de seus principais deveres, mas ao mesmo tempo tornar sua presença obrigatória, pode mostrar-se uma forma pouco eficiente de redução dos custos da oferta.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Diante disso, e tendo em vista ainda a intenção já comentada anteriormente neste relatório de avaliar a adoção de estruturas de listagem direta e outros arranjos de ofertas públicas, a CVM optou por (i) não alterar a regra no tocante aos deveres de intermediários em verificar a suficiência, veracidade, precisão e consistência das informações sobre o emissor e o ofertante; e (ii) revisitar o tema futuramente no bojo da discussão mais ampla sobre hipóteses em que a atividade de intermediação como um todo poderia ser dispensada.

### 5.3 SPACs

A CVM expressou interesse em receber comentários sobre a eventual conveniência de limitar o público-alvo de ofertas públicas iniciais de ações emitidas por SPACs apenas a investidores qualificados, no momento inicial, podendo alcançar investidores de varejo após o período de 18 meses.

ABRASCA, ANBIMA, B3 e Mattos Filho trouxeram extensas manifestações sobre SPACs, tratando de questões relacionadas não apenas à oferta pública de distribuição de seus valores mobiliários, mas a aspectos relativos às demais fases do ciclo desse emissor enquanto participante do mercado de capitais. Parte expressiva dessas manifestações teve caráter exploratório e descritivo, abordando o panorama atual das SPACs em outros mercados e eventuais desafios em sua adaptação à realidade brasileira; neste relatório, entretanto, busca-se dar maior foco às sugestões propriamente ditas.

Todos estes participantes comentaram que a exigência de estudo de viabilidade no momento inicial da oferta não é adequada, pois ainda não haveria clareza sobre a sociedade operacional com a qual a SPAC combinaria seus negócios futuramente. Neste sentido, a SPAC não seria uma sociedade em estágio “pré-operação”, como as demais para as quais o estudo é exigido, mas sim um veículo de investimento à espera da combinação de negócios, operação essa usualmente referida como “de-SPAC”.

ANBIMA e B3 levantam a possibilidade de o estudo em questão ser apresentado por ocasião do de-SPAC, a depender do ativo a ser adquirido. Mattos Filho e ABRASCA falam apenas em dispensa desse requisito.

ABRASCA sugere ainda a dispensa de apresentação de demonstrações financeiras dos 3 últimos exercícios sociais; Mattos Filho propõe modular o período a ser abrangido pelas demonstrações financeiras auditadas, especialmente à luz do fato de que as SPACs muitas vezes são constituídas pouco antes de realizarem sua oferta pública inicial de ações.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Outros pontos comentados pelos participantes foram a limitação de público-alvo das ofertas e as restrições a revendas das ações em mercados secundários. Mattos Filho e B3 opinam pela restrição a investidores qualificados até o momento do de-SPAC, tanto no que tange às ofertas como nas negociações em mercado secundário. ANBIMA e ABRASCA consideram que as ações poderiam ser, desde logo, voltadas ao público investidor em geral, se fossem adotados mecanismos protetivos típicos das SPAC, como o direito de reembolso ou resgate das ações por parte dos investidores ao fim de determinado período ou em caso de discordância da combinação de negócios.

ANBIMA comenta que algumas exigências do formulário de referência não são pertinentes para emissores que sejam classificados como SPAC, razão pela qual deveriam passar por adaptação. Mattos Filho vai mais longe nessa direção e defende a criação de uma “categoria C” de emissor, com um modelo próprio de formulário de referência e sujeito a um rito mais célere para a concessão do registro de emissor. Apenas após a assinatura de documentos vinculantes do de-SPAC haveria a conversão para a categoria A, com análise da CVM inclusive no que tange a demonstrações financeiras da companhia-alvo.

Mattos Filho sugere ainda que a norma preveja: (i) uma data limite – o participante sugere 3 anos – entre a liquidação da oferta inicial e a assinatura dos documentos vinculantes do de-SPAC; e (ii) a destinação pré-determinada dos recursos captados na oferta, os quais seriam mantidos em conta vinculada, principalmente, a pagamentos no âmbito do de-SPAC e pagamentos de despesas e comissões referentes à captação adicional de recursos para pagamento da de-SPAC.

Por fim, vale observar que o tema também foi abordado por Cepeda, que, em vista do paralelo traçado no próprio Edital entre SPACs e FIPs, buscou enfatizar que estes últimos ao contrário das SPACs, estão sujeitos a obrigações, controles e regime informacional próprios, que geram custos e são consequentemente refletidos em taxas e encargos dos fundos. Isso poderia, na visão do participante, levar à adoção mais intensa da estrutura de SPACs, sem os sistemas de controle e prestação de informações dos FIPs.

O participante ressalta que isso não representa posição favorável ou contrária a SPACs, mas um alerta sobre possíveis discrepâncias e, nesse contexto, sugere que custos dos FIPs sejam reduzidos por meio da dispensa de elaboração de prospectos.

Adicionalmente, na visão do participante, a proposta de que as ações de SPACs possam chegar ao “varejo” somente após 18 meses parece mostrar-se adequada e alinhada ao intuito de permitir que tais sociedades, que não contam com administradores e gestores profissionais, contem com um histórico de informações e resultados que orientem a tomada de decisão pelos investidores.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A CVM agradece as variadas contribuições que serão mantidas para uma eventual reforma mais ampla, com ambição de criar um regime detalhado e específico para esse emissor de valores mobiliários, caso isso venha a se mostrar necessário. Por ora, no entanto, foi feita opção por ajustes pontuais para afastar a exigência de estudo de viabilidade, em razão de sua manifesta incompatibilidade com as SPACs, e de limitação do público-alvo das ofertas e de negociação em mercado secundário.

Alguns comentários sinalizaram preferência por abordagem distinta, envolvendo uma tentativa de reproduzir via regulação características comuns em SPACs observadas em outras jurisdições, como a vinculação dos recursos captados na oferta, os prazos máximos para a operação de de-SPAC, o direito a reembolso do valor investido etc.

A CVM não vê necessidade de abordar esses tópicos neste momento por dois principais motivos: (i) eles tomam por base uma configuração específica desse veículo de investimento, que restaria enrijecida na regulamentação, mas que pode ser incapaz de atender um conjunto importante de casos; e (ii) os estatutos sociais das sociedades constituídas como SPACs podem dar tratamento adequado a essas questões, independentemente da regulação.

A imposição de restrições regulatórias relacionadas a esses tópicos possivelmente seria necessária se as ações emitidas por SPACs fossem destinadas ao público investidor em geral, o que alguns participantes efetivamente sugerem. Todavia, adotando-se uma restrição de público-alvo a investidores qualificados, que já é consistente com o regime aplicável em ofertas de companhias pré-operacionais típicas, é possível dar maior liberdade para o desenvolvimento de estruturas de investimento, confiando-se na capacidade dos investidores de avaliar (i) as medidas protetivas de seus direitos contempladas no estatuto social e (ii) a decisão de permanecer ou não na companhia após a operação de de-SPAC.

Neste sentido, a norma prevê que ações emitidas por SPACs só possam ser ofertadas a investidores qualificados e por eles ser negociadas em mercado secundário pelo prazo de no mínimo 6 meses após a transação de de-SPAC. Assim, serão estes investidores, qualificados, que decidirão tanto acerca do investimento original na SPAC como da operação de combinação de negócios com a sociedade alvo da aquisição.

Após o período de 6 meses, o emissor já estará em fase operacional e sujeito ao mesmo regime de prestação de informações periódicas que os demais emissores, de modo que a restrição à negociação pelo público investidor em geral deixa de ser justificada.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Para levar a efeito essas mudanças, foram alterados os art. 2º, XXII, 29, VII, e 85.

### 6 Outros tópicos

#### 6.1 Emissores de pequeno e médio porte

Chediak Advogados comenta que a facilitação dos meios para o ingresso de emissores de pequeno e médio porte, que vislumbrem a captação de recursos entre o limite máximo de captação estipulado para o **crowdfunding** de investimento e o valor médio das ofertas públicas tradicionais é de suma importância para que o mercado de capitais brasileiro supere uma **ratio** voltada às grandes companhias.

Neste sentido, o participante sugere incluir dispositivos voltados às companhias de menor porte conforme definidas no art. 294-B da Lei nº 6.404, de 1976, em linha com o adotado na Instrução CVM nº 400, de 2003.

Ainda em relação ao tema, ABVCAP entende necessária a configuração formal de um perfil novo de companhias que já estão descritas na Lei Complementar nº 182, de 2021. O intuito dessas medidas, segundo o participante, seria proporcionar maior compatibilidade do mercado brasileiro com outros mercados internacionais, favorecendo as ofertas públicas iniciais de ações ou certificados de depósitos de ações no mercado brasileiro para as empresas que costumemente têm buscado mercados no exterior.

O participante complementa essa ponderação com uma sugestão específica sobre demonstrações financeiras para fins de registro, a qual será relatada adiante.

A regulamentação das alterações da Lei nº 6.404, de 1976, trazidas pela Lei complementar nº 182, de 2021, vem sendo estudada de forma apartada e, no momento, é previsto que o tema venha a ser objeto de análise de impacto regulatório, como é possível verificar na Agenda Regulatória da CVM para 2022. Por isso, não se mostra oportuno o enfrentamento da questão nesta oportunidade.

ABVCAP sugeriu dispensa de apresentação de “demonstrações financeiras especialmente preparadas para fins de registro” no âmbito do processo de registro de emissor categoria “A” concomitantemente ao processo de registro de IPO, caso tenha ocorrido “alteração relevante na estrutura patrimonial do emissor” posteriormente ao encerramento do último exercício social.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Segundo o participante, este requisito, embora de aplicação apenas eventual nas ofertas da maior parte das companhias, se torna a regra geral em ofertas iniciais de **startups**, impondo-as a obrigação de realizar auditoria de demonstrações trimestrais ou de outros períodos interinos simplesmente porque operam com patrimônios líquidos frequentemente baixos em função de prejuízos contábeis acumulados durante o período de **ramp-up** de suas operações.

Ainda de acordo com o participante, por força desses baixos níveis de patrimônio líquido, qualquer movimentação patrimonial, como uma rodada de capitalização, mesmo que não seja extraordinária no modelo de negócios de **startups** em geral, mostra-se relevante em termos relativos. Diante disso, o requisito de apresentação de demonstrações financeiras para fins de registro – que não teria paralelo em outros mercados no exterior – tornaria a preparação para ofertas iniciais mais longa e custosa no Brasil, além de não gerar benefícios ao investidor, que não possui expectativa ou costume de receber tais informações.

Mattos Filho apresenta sugestão similar. Para o participante, caso o pedido de registro de emissor de valores mobiliários seja realizado concomitantemente ao pedido de registro de uma oferta pública de valores mobiliários, a definição de demonstração financeira especial para fins de registro, constante do Anexo III, art. 1º, VIII, da Instrução CVM nº 480, de 2009, deveria ser alterada para apenas uma demonstração financeira auditada, eliminando a necessidade de elaboração e apresentação de demonstração financeira em data posterior a uma alteração relevante na estrutura patrimonial da emissora.

Ainda de acordo com a proposta do participante, caso haja alteração relevante na estrutura patrimonial, a emissora deveria incluir no item 10.9 do formulário de referência informações qualitativas e quantitativas sobre os eventos que levam a tal alteração.

Embora relacionada a ofertas públicas, a sugestão envolve preponderantemente alterações das regras de emissor de valores mobiliários, que não são o foco da presente Audiência Pública e passaram por atualizações recentes, por meio da Resolução CVM nº 59, de 22 de dezembro de 2021, as quais ainda nem mesmo entraram em vigor. Por isso, considera-se necessário maior amadurecimento antes de promover novas modificações substanciais como as sugeridas pelos participantes. Assim, as sugestões não foram acolhidas.

Sandro Reis considera que a CVM deveria dar mais oportunidades às empresas limitadas, e não só às sociedades anônimas, pois nem todos têm condições de conseguir capital para sua empresa.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A CVM busca continuamente expandir o acesso ao mercado de capitais, por parte de emissores de diferentes tipos societários, porém deve sopesar a flexibilidade de acesso com a existência de mecanismos de governança e estruturas formais compatíveis com a segurança necessária para captação de recursos junto ao público investidor.

### 6.2 Rito sumaríssimo de recurso ao Colegiado

Mattos Filho sugere a previsão de um rito sumaríssimo de recurso ao Colegiado por exigências formuladas pela SRE com relação às quais o ofertante e a instituição líder busquem revisão.

O participante considera que essa ferramenta seria bastante útil para dirimir questões e formar um corpo de jurisprudência acerca da correta interpretação das normas que regulam as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, guiando mais adequadamente as decisões dos regulados quando da estruturação de ofertas com características atípicas.

Atualmente, na visão do participante, há um grande desincentivo a discutir e rever decisões por conta da incompatibilidade entre os prazos de realização de uma oferta a mercado e os prazos de processamento, avaliação e decisão de temas que são levados à apreciação do Colegiado.

O rito sumaríssimo a ser previsto poderia contemplar: (i) prazos simultâneos aos prazos de análise dos pedidos de registro; (ii) simplificação do rito de formalização da peça recursal para viabilizar a apreciação mais célere da matéria em questão pelo Colegiado; e (iii) apreciação e decisão monocráticas no âmbito do Colegiado.

Inicialmente, é válido frisar que a nova regra contempla menos exigências que as previstas nas Instruções CVM nº 400, de 2003, e 476, de 2009, o que conseqüentemente tende a reduzir a necessidade de questões serem levadas ao Colegiado em sede de recurso.

Além disso, também é importante levar em consideração que a criação de novos ritos de recurso de tramitação acelerada incentiva a interposição de um número maior de recursos, ainda que para discutir questões de menor relevância. Com isso, por um lado, o benefício almejado de obter decisões mais rápidas pode não se materializar na forma imaginada, uma vez que haverá um maior número de decisões a serem proferidas, que demandam tempo. E, de outro lado, a discussão de questões de menor relevância pelo Colegiado reduz o tempo disponível deste componente de dedicar-se a outros temas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 6.3 Público-alvo da oferta e público-alvo do fundo

Em relação ao público-alvo de ofertas, conforme estabelecido na Resolução, e o público-alvo específico de cada modalidade de fundo de investimento, Mattos Filho sugere que este deva prevalecer em detrimento daquele, de forma a facilitar o entendimento do mercado sobre a matéria.

Em sua visão, a duplicidade de públicos-alvo pode gerar conflitos de disposições regulatórias e desentendimentos em operações de estruturação de fundos e suas respectivas ofertas.

Não existe impedimento normativo para que um fundo de investimento faça oferta pública de distribuição de suas cotas voltada exclusivamente para um público mais restrito do que o público indicado em seu regulamento.

Naturalmente, a hipótese inversa não é admitida. A oferta de cotas do fundo de investimento não pode desconsiderar as restrições previstas em seu regulamento e nas regras de oferta aplicáveis ao público-alvo escolhido, de modo que não é possível que uma oferta voltada a um público investidor mais amplo do que o admitido nesses documentos. Admitir que o regulamento se sobrepusesse à norma em relação a esse aspecto representaria esvaziar a norma de todo seu caráter cogente.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

### 6.4 Incorporação do relatório do auditor aos documentos da oferta

Considerando o contexto regulatório atual, assim como as alterações propostas nas Minutas, IBRACON considera fundamental a revisão das normas brasileiras para que seja requerido às companhias que solicitem autorização formal dos seus auditores independentes antes da utilização, inclusão ou incorporação do relatório do auditor nos documentos de oferta.

O participante visa com isso (i) suprir a lacuna existente nas normas atualmente vigentes, que não regulamentam o envolvimento e a responsabilidade dos auditores no contexto de ofertas de valores mobiliários; (ii) formalizar o envolvimento obrigatório do auditor independente nas ofertas em que os relatórios do auditor sejam incluídos ou incorporados por referência e (iii) eliminar referências a carta-conforto nos documentos de oferta já que se trata de uma carta resultante de um contrato privado estabelecido entre as partes daquele contrato.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Não há histórico relevante de casos a corroborar que as questões apontadas pelo participante têm representado obstáculos à realização de ofertas públicas. Diante disso, optou-se por não regular o tema nesta oportunidade.

Rio de Janeiro, 14 de julho de 2022.

*(Assinado eletronicamente por)*

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

*(Assinado eletronicamente por)*

RAPHAEL GOMES

Gerente de Desenvolvimento de Normas 1