

São Paulo, 08 de julho de 2021.

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**  
**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM**

At.: Sr. Antônio Carlos Berwanger

E-mail: [audpublicaSDM0221@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0221@cvm.gov.br)

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM N° 02/21**  
**Regulamentação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários**

Prezados Senhores,

**White Box Consultoria e Investimentos Ltda.** (“WB”) e **Vieira Rezende Advogados** (“VR”), em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM N° 2/21, de 10 de março de 2021 (“Edital”) submetem, à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), seus comentários à Minuta A de Resolução (“Minuta A”), alteradora e consolidadora da regulamentação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários que culminará na revogação das Instruções CVM n° 400, 471 e 476, bem como das Deliberações CVM n° 476, 809 e 818.

1. Inicialmente, cabe ressaltar a salutar iniciativa desta Autarquia, que diante do dinamismo do mercado de capitais, concede aos seus participantes a possibilidade de contribuir com suas experiências e conhecimento para o aprimoramento da regulamentação.
2. Segregamos nossos comentários em duas seções, em virtude dos assuntos abordados.

**I. Bookbuilding X Direct Listing**

3. Não obstante a Minuta não estabeleça que o modelo de precificação das ofertas deva necessariamente se dar pelo processo de *bookbuilding* – como na realidade, as ICVM nº 400 e 476 também não o fazem – o §2º do Artigo 60 da Minuta A, ao delimitar a participação de investidores institucionais no procedimento de precificação, parece, no mínimo, induzir a adoção e preservação dessa prática tão arraigada no mercado brasileiro.

4. Entretanto, vale destacar o crescimento do chamado *direct public offering* (DPO) ou, simplesmente, *direct listing*, como modelo alternativo ao formato convencional de *initial public offering* (IPO) para a distribuição de valores mobiliários. Nesse modelo, um dos principais diferenciais reside na forma de precificação, que se dá mediante leilão realizado em bolsa, em substituição ao *bookbuilding* que, geralmente, inclui *roadshow* para determinados investidores, recebimento de reservas, definição do preço e alocação dos valores mobiliários aos investidores a partir do exercício discricionário dos intermediários da oferta à luz do *book* construído – em apertada síntese, o procedimento de *direct listing* privilegia a transparência e a ampla participação de investidores no processo de precificação. Nos Estados Unidos, onde as DPO foram realizadas (vide breve histórico no quadro abaixo) e os intermediários atuam, de fato, como *underwriters* no modelo convencional do IPO, a modalidade DPO contempla esse outro importante diferencial. Dessa forma, apesar de os *financial advisors* atuarem nas DPO, não desempenham a função de *underwriter*, com implicações substanciais e positivas em relação ao custo da oferta para os emissores<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Para mais informações, vide: <https://www.nyse.com/direct-listing> e <https://www.nasdaq.com/solutions/direct-listings>.

Emissor	Bolsa	Período	Qtdd. Ações	Preço (US\$/ação)			Total (US\$ bilhões)
				Referência (*)	Abertura	Fechamento	
Spotify	NYSE	abr-18	55.731.480	132,00	165,90	149,01	8,3
Slack	NYSE	jun-19	118.429.640	26,00	38,50	38,62	4,6
Asana	NYSE	set-20	30.030.516	21,00	27,00	28,80	0,9
Palantir	NYSE	set-20	257.135.415	7,25	10,00	9,50	2,4
Roblox	NYSE	mar-21	198.917.280	45,00	64,50	69,50	13,8
Coinbase	NASDAQ	abr-21	114.850.769	250,00	381,00	328,00	37,7

(\*) Validado pelo(s) financial advisor(s), com base nos preços praticados em ofertas e negociações privadas dos respectivos emissores, informações divulgadas pelos emissores etc. Para informações mais detalhadas, vide prospectos, em especial, as seções **Risk Factors** (“Our listing differs significantly from an underwritten initial public offering”) e **Plan of Distribution** da Spotify<sup>2</sup>, Slack<sup>3</sup>, Asana<sup>4</sup>, Palantir<sup>5</sup>, Roblox<sup>6</sup> e Coinbase<sup>7</sup>.

5. Nos EUA, além da redução direta de custos – de acordo com o prospecto da oferta da Spotify, por exemplo, o custo com o *direct listing* totalizou US\$ 45,7 milhões, ou seja, em torno de 0,55% (considerando a quantidade de ações distribuídas e o preço de fechamento do primeiro dia de negociação), significativamente inferior ao intervalo de custos entre 4% e 11,7% normalmente praticado naquela jurisdição, conforme estudo da PWC<sup>8</sup>, vale a pena, no mínimo, exercitar a redução indireta de custos. Hipoteticamente, caso o preço de referência correspondesse ao preço definido num processo convencional de *bookbuilding*, o “dinheiro deixado na mesa”, para usar o jargão de mercado, seria o equivalente entre a diferença desse preço e o preço de abertura ou de fechamento no primeiro dia de negociação? Em ambos os casos, o preço de referência era, em todos as ofertas, inferior. Nesse sentido, embora a Minuta não vede o modelo de precificação via leilão em bolsa ou em mercado de balcão organizado –

<sup>2</sup> <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001639920/f9537bde-f9af-4553-b0bd-e7421f1f5074.pdf>

<sup>3</sup> <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001764925/6ba5f0cd-da97-48ad-92d1-a8824a0aece4.pdf>

<sup>4</sup> <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001477720/4eaba42a-a515-4c63-bf9e-49eb4e1abdda.pdf>

<sup>5</sup> <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001321655/c4e0299d-7717-4b4c-9e2e-fb55120b5ee1.pdf>

<sup>6</sup> <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001315098/13772a23-a48f-461e-9946-97a2d89747b2.pdf>

<sup>7</sup> <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001679788/50ece2a0-8e87-4471-8df0-ff6fb8d1b19c.pdf>

<sup>8</sup> [http://www.b3.com.br/pt\\_br/noticias/ipo.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/ipo.htm)

na realidade, é silente em relação ao tema – como restringe a precificação a investidores institucionais (Artigo 60, §2º da Minuta A) – parece oportuno inserir previsão para que, nessa hipótese de modalidade de precificação, todos os destinatários da oferta possam participar da precificação:

*“Artigo 60. (...)*

*§ 3º Na hipótese de o procedimento de precificação ser realizado mediante leilão em mercado organizado de bolsa ou de balcão organizado, todos os investidores objeto da oferta poderão participar.”*

6. Adicionalmente, como o preço da oferta seria definido em leilão, a concessão do registro da referida oferta não deveria estar condicionada a ele. A esse respeito, mais uma vez, é possível encontrar as regras aplicáveis aos leilões, definidas pelas bolsas de valores, nos prospectos das ofertas, em especial, no da Coinbase. No caso do mercado brasileiro, além da sugestão abaixo, possivelmente caberá eventual complemento na ICVM nº 168, que dispõe sobre operações sujeitas a procedimentos especiais em bolsas, ou na Deliberação que vier a substituí-la.

*“Artigo 60. (...)*

*§ 4º O preço ou taxa de remuneração definitivos são condição para a concessão do registro definitivo da oferta, exceto no caso previsto no § 3º acima.*

## **II. Ofertas Públicas no Exterior | Safe Harbor**

7. Os parâmetros constantes dos Pareceres de Orientação 32 e 33 da CVM servem como referência para definição do que constituiria uma oferta de valores mobiliários como pública no Brasil. Nesse contexto, a participação de investidores brasileiros no âmbito de oferta realizada no exterior não configura, por si só, uma oferta no Brasil. Considerando que a linguagem de *safe harbor* proposta originalmente no art. 8º, VI, seria direcionada exclusivamente a investidores institucionais, o texto poderia levar a uma interpretação, a *contrario sensu*, de que investidores de varejo não poderiam participar de tais ofertas. Assim, sugerimos o ajuste abaixo no texto proposto.

*“Art. 8º Não estão sujeitas a esta regulamentação, ficando isentas da necessidade de registro, as ofertas de valores mobiliários com as seguintes características: (...) VI – iniciais ou subsequentes de valores mobiliários emitidos e admitidos à negociação em outras jurisdições e liquidados no exterior em moeda estrangeira ~~quando adquiridos por investidores institucionais brasileiros~~, sendo vedada a negociação destes ativos em mercados regulamentados de valores mobiliários no Brasil após a sua aquisição no exterior;”*

8. Sendo o que nos cabia no momento, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

**White Box Consultoria e Invest. Ltda.**  
Patrícia Pellini

**Vieira, Rezende e Guerreiro Advogados**  
Felipe Hanszmann