

Interessados: Didier Levy Associados Corretora de Câmbio S/A

Assunto: Pedido de dispensa de requisitos de registro de oferta pública de distribuição de derivativos (“Forex”)

Diretora Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Relatório

I. Objeto.

1. Trata-se de pedido feito pela Didier Levy Associados Holding Financeira S.A. (“Requerente” ; “Didier Levy” ou “Companhia”) de registro de oferta pública de distribuição de derivativos (“Forex”), com dispensa de:

- Registro de companhia aberta;
- Contratação de instituição intermediária;
- Observância de prazo de distribuição e, em decorrência, da publicação de anúncios de encerramento da oferta.
- Aplicação dos incisos I, II, e IV do art. 48 da Instrução CVM N.º 400/03. (Restrições à comunicação durante o prazo de oferta)
- Estabelecimento de preço único e divulgação de preço total da oferta.
- Apresentação de estudo de viabilidade

II. Manifestação da Requerente

2. Em 25/03/2010, a Requerente teria obtido autorização do Conselho Monetário Nacional (“CMN”) para constituição de um banco de câmbio denominado **Didier Levy Banco de Câmbio S.A.** (“Ofertante” ou “Banco”). A Requerente pretende, através do Banco, realizar oferta pública de derivativos referenciados em taxas de câmbio entre pares de moeda (“Derivativos Forex”), como forma de permitir que potenciais clientes operem no Mercado *Forex*.

3. Para institucionalizar tal oferta, a Requerente realizou reuniões com a CVM nos dias 12/03/2009, 24/03/2009 e 30/04/2009, aventando duas possibilidades: (i) constituir um mercado organizado, como definido pela Instrução CVM N.º 461/073 ou (ii) realizar uma oferta pública nos moldes da Instrução CVM N.º 400/03, “ainda que com as autorizações e adaptações que se fizessem necessárias em razão das características únicas das ofertas de derivativos, em comparação com as ofertas de valores mobiliários mais tradicionais”. Após as referidas reuniões, a Requerente decidiu adotar a segunda alternativa.

A. Mercado *Forex*

4. Segundo informações prestadas pela Companhia, o Mercado *Forex* seria o ambiente no qual seriam negociados derivativos referenciados em pares de moedas, sendo o nome *Forex* a abreviação de *Foreign Exchange Market* (Mercado de Moeda Estrangeira).

5. Tal mercado teria giro diário, no mundo, estimado em US\$ 3,2^[1] trilhões segundo pesquisa do *Bank of International Settlements* datada de dezembro de 2007.

6. Também, seria composto por dois segmentos diferentes, o interbancário, onde operariam as instituições financeiras de grande porte e o extrabancário, que abarcaria a maior parte dos participantes desse mercado e onde seriam realizadas operações de varejo por meio de um intermediário.

7. A Companhia descreve o mercado como sendo desconcentrado e não regulado. Devido a isso, as informações a ele referentes não estariam disponíveis a todos os participantes de maneira organizada, transparente e tempestiva. Além disso, a despeito do crescente uso do meio eletrônico, muitas das operações ainda seriam realizadas por telefone (operações de balcão), sem que outros participantes do mercado tomem ciência delas. O resultado é a inexistência de uma cotação única para um par de moedas.

8. Diante desse cenário, os participantes utilizam como referência para as taxas de câmbio entre as diferentes moedas aquelas fornecidas pelos *Data Feeds*, que são provedores de serviço de informação financeira^[2]. As taxas de câmbio informadas por estes provedores seriam aproximações suficientemente razoáveis daquelas que se esperaria observar em um mercado de informação perfeita. Por isso, as informações desses *Data Feeds* seriam amplamente utilizadas pelo Mercado *Forex*, inclusive pelos participantes do segmento interbancário.

9. Segundo a Requerente, o Mercado *Forex* vem funcionando no país de maneira irregular devido à inexistência de disciplina específica. Isto teria levado à reiterada atuação repressora da CVM. Dessa forma, argumenta a Companhia, a oferta nos moldes propostos seria um meio possível para permitir a intermediação regular no segmento de varejo do Mercado *Forex*.

B. Dos Derivativos *Forex* como valores mobiliários e do cabimento do registro de Oferta.

10. A Didier Levy observou que, caso autorizada, a operação seria a primeira oferta pública de derivativos já feita no país e, assim, considerou oportuno apresentar algumas considerações sobre a natureza dos derivativos como valores mobiliários.

11. Inicialmente, a Companhia destaca que os títulos públicos ou aqueles de responsabilidade de instituição financeira não seriam valores mobiliários, como consta do art. 2º, §1º, da Lei 6.385/76^[3].

12. Contudo, em função da reforma da Lei 6.385/76 feita pela Lei 10.203/01, os derivativos foram expressamente incluídos como valores mobiliários independentemente dos ativos subjacentes e a consequência prática é tornar a CVM competente para regular tais instrumentos financeiros^[4].

13. Pelo Levantamento da Didier Levy, a regulamentação expedida pela CVM para os derivativos se resumiria às Instruções: (i) 14/80 – que define as operações em bolsas de valores com opções de compra e venda de ações; (ii) 223/94 – que trata da

emissão de opções não padronizadas (“warrants”) e (iii) 467/08 – que dispõe sobre o procedimento de aprovação de contratos derivativos negociados ou registrados em mercados organizados de valores mobiliários.

14. Segundo a Companhia, nenhum dos derivativos contemplados pelas normas supracitadas poderia ser considerado semelhante aos Derivativos *Forex*:

- i. “as opções de compra ou venda de ações tratadas na Instrução CVM 14 são derivativos negociados em pregão de bolsa, portanto ativos de características homogêneas, com seus principais elementos definidos de maneira padronizada. Os Derivativos *Forex*, entretanto, não serão negociados em bolsa ou em mercado de balcão organizado.”
- ii. “a Instrução CVM 223 não conceituou as opções não padronizadas, que acabam se constituindo, por exclusão, nas demais opções, não disciplinadas pela Instrução CVM 14. Os Derivativos *Forex*, no entanto, não são opções, mais se aproximando de uma espécie de contrato a termo diferencial.”
- iii. “a Instrução CVM 467 fala apenas do procedimento de aprovação dos contratos derivativos, mas não de sua oferta pública, sendo um normativo dirigido essencialmente às entidades administradoras de mercado organizados.”

15. Por outro lado, a Companhia observa que a redação do art. 60 da Instrução CVM Nº 400/03^[5] é explícita ao determinar que a mesma se aplica “a toda e qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários”.

16. Assim sendo, tendo em vista que os Derivativos *Forex* não seriam títulos cambiariformes, porque se o fossem, sendo títulos de emissão de instituição financeira, eles seriam excluídos da competência da CVM, mas contratos derivativos, a Companhia entende que caberia o registro de Oferta. Além disso, tendo em vista a necessidade de prestação de informações aos potenciais investidores, uma oferta nos termos da Instrução CVM Nº 400/03 atenderia melhor a esse fim.

C. Características da Oferta

17. De acordo com a Requerente, a operação com Derivativos *Forex* se resume à oferta de “contratos diferenciais, assim entendidos os contratos derivativos com liquidação exclusivamente financeira entre o preço ajustado e a cotação que tiverem na data do ajuste, que têm como ativo subjacente taxas de câmbio entre Pares de Moeda”.

18. Tais contratos permitiriam ao investidor “posicionar-se em relação aos movimentos das taxas de câmbio entre os Pares de Moeda que escolher ou proteger-se contra a variação de uma certa moeda”.

19. Adicionalmente, os derivativos a serem ofertados não serão negociados em bolsa ou mercado de balcão organizado. Assim, para viabilizar as operações, os derivativos serão negociados em uma plataforma eletrônica (“Plataforma”), de propriedade do Ofertante que será contraparte de todos os investidores nas operações realizadas na Plataforma.

20. Na Plataforma, os derivativos serão representados por pares de moedas. A primeira moeda será a Moeda Base e a segunda a Moeda Cotação. No sistema os derivativos serão visualizados como Cotações de compra e venda para um determinado par, sendo que essas cotações variariam ao longo do dia de acordo com as informações prestadas pelos *Data Feeds*^[6].

21. Adicionalmente, a Plataforma utilizará como Moeda de Referência o Dólar americano. A Moeda de Referência é a que será utilizada para calcular as posições do investidor. Segundo a Requerente, o Real ainda não poderia ser utilizado como Moeda de Referência, pois ainda não seria plenamente conversível durante o horário de funcionamento do mercado *Forex*.

22. Por sua vez, o resultado financeiro para o investidor corresponderia à diferença nas Cotações entre o momento em que os derivativos foram adquiridos e a posição encerrada.

23. Na Plataforma o investidor poderia escolher a quantidade de lotes^[7], o momento da abertura, do encerramento das posições, o período de tempo em que manteria as posições em aberto e que tipo de ordem executar (comprar ou vender) e sua modalidade (instantânea ou diferida). A liquidação seria exclusivamente financeira e poderia ser feita a pedido do investidor ou compulsoriamente pelo Ofertante nos casos pré-estabelecidos.

24. Para começar a utilizar a Plataforma o investidor teria de depositar uma Margem Inicial^[8], que seria utilizada para a formação do Saldo Bruto. Este último é equivalente ao depósito inicial do investidor, adicionado a depósitos posteriores, mais o resultado das posições encerradas.

25. Durante o curso da operação, para que o investidor mantenha posições em aberto será necessário que o Saldo Líquido^[9] se mantenha em no mínimo 10% da Margem Utilizada^[10], caso contrário, suas posições serão compulsoriamente encerradas pela Ofertante. Ademais, o cálculo da Margem Utilizada será realizado na razão de 1:50^[11], ou seja, para cada R\$100,00 utilizados na operação serão retidos R\$2,00 de margem na conta do investidor para lastrear a operação.

26. As posições serão encerradas pelo investidor durante o horário regular de funcionamento da Plataforma e os montantes depositados poderão ser resgatados durante o horário bancário. Como já dito, a posição poderá ser encerrada compulsoriamente se o Saldo Líquido se tornar insuficiente para lastrear as operações do investidor.

27. Além disso, a responsabilidade por eventuais perdas decorrentes de Eventos Extraordinários^[12] será do investidor, podendo inclusive ultrapassar o valor do Saldo Líquido, caso tais Eventos ocorram fora do horário de funcionamento do Mercado *Forex*. Ao contrário, caso ocorram durante o horário de funcionamento, o prejuízo que supere tal Saldo será do Ofertante.

28. As operações do Banco Ofertante poderão ser *hedgeadas* através do *Liquidity providers*. Trata-se de medida de gestão de risco de exposição da Ofertante às variações nas cotações de moeda estrangeira. Tal medida não terá qualquer efeito sobre as cotações mostradas na Plataforma, que serão as mesmas independente da existência do *hedge*.

29. Sobre o *hedge*, vale transcrever na íntegra parte do conteúdo da última versão ainda preliminar do Prospecto protocolada na CVM em 03/02/2011:

“Nos primeiros doze meses de funcionamento da Plataforma, no mínimo, ainda estaremos desenvolvendo os modelos que fundamentarão nossa estratégia de “hedge”. Poderemos não adquirir proteção (“hedge”) para a

totalidade da exposição a risco que teremos em razão das operações feitas pelos Investidores na Plataforma de Negociação.

O percentual “hedgeado” das operações feitas na Plataforma observará os requisitos legais e regulamentares vigentes, editados pelo Banco Central. Atualmente, esses requisitos legais nos impõem um limite máximo de exposição equivalente a, no máximo, 30% de nosso patrimônio de referência, percentual esse que pode ser alterado a qualquer momento pelo Banco Central.

Nossa estratégia relativamente à exposição ou contratação de “hedge” em Derivativos Forex ainda não foi colocada em prática. Ela está baseada em nossa capacidade futura de gerenciamento bem sucedido da Plataforma de Negociação, o que inclui não apenas sua correta operação, mas também o relacionamento bem sucedido com os “Liquidity Providers”, que serão nossas contrapartes nas operações de “hedge” que eventualmente decidirmos fazer, e com os “Data Feeds” por nós contratados, assim como na nossa capacidade de monitoramento dos funcionários que operarão a Plataforma.

Pretendemos basear nossa estratégia de “hedge” no perfil da base de Investidores que operarão na Plataforma de Negociação, a ser construído com base em modelo estatístico, e na análise macro-econômica e fundamentalista do comportamento das Moedas, conforme descrito nas páginas 110 e 111 deste Prospecto.

Entretanto, em razão da ausência de histórico operacional ou comercial que possa nos servir de base, neste momento não temos condições de detalhar os critérios que pretendemos utilizar para “hedgear” nossas operações, para estimar, dentro da parcela de nosso patrimônio de referência que poderá estar exposta, o percentual das operações feitas que serão “hedgeadas”, nem para determinar o período de permanência do “hedge”. Nos primeiros doze meses de funcionamento da Plataforma, no mínimo, ainda estaremos desenvolvendo e refinando os modelos que fundamentarão nossa estratégia de “hedge”, e podemos não adquirir proteção para a totalidade de nossa exposição a risco, sempre dentro do percentual de nosso patrimônio de referência. Nos casos em que as operações não estiverem “hedgeadas”, o risco incorrido estará mais concentrado no Didier Levy Banco de Câmbio, pois o Investidor estará inteiramente dependente de nossa capacidade de devolução das quantias depositadas e dos lucros eventualmente auferidos nas negociações feitas na Plataforma, que, como visto, não possuem garantia do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos ou do Fundo Garantidor de Crédito.” [\[13\]](#)

(...)

“As operações efetuadas pelos Investidores na Plataforma de Negociação têm como contraparte única o Didier Levy Banco de Câmbio. Nossos controles de gestão de risco estão desenhados para gerenciar diariamente nossa posição exposta a risco nas Moedas operadas pela Plataforma de Negociação, possuindo gatilhos de alçadas para definição de encerramento ou manutenção de operações. Nossos controles identificam e acompanham:

- (i) os volumes, em Reais, de todas as nossas posições compradas de Moedas, em função das Posições negociadas pelos Investidores na Plataforma (A);
- (ii) os volumes, em Reais, de todas as nossas posições vendidas em Moedas, em função das Posições negociadas pelos Investidores (B);
- (iii) o total das nossas posições compradas e vendidas, em módulo ($|A| + |B| = C$);
- (iv) total das nossas posições compradas ou vendidas protegido por hedge ($\% \times C = D$);
- (v) total das nossas posições compradas ou vendidas que não estejam protegidas por hedge ($C - D = E$);
- (vi) volatilidade hora a hora da Taxa de Câmbio das Moedas a que estamos expostos (fator de relevância 1);
- (vii) volatilidade diária das Taxas de Câmbio das Moedas a que estamos expostos (fator de relevância 2);
- (viii) volatilidade mensal das Taxas de Câmbio das Moedas a que estamos expostos (fator de relevância 3);
- (ix) volatilidade histórica das Taxas de Câmbio das Moedas a que estamos expostos, para a qual adotamos a maior volatilidade ocorrida nos últimos 6 meses (fator de relevância 4).

O total de nossa exposição a risco de Moedas, em função das etapas anteriores, será igual ao resultado da multiplicação de E pelos fatores de relevância 1, 2, 3 e 4. Como os cálculos são feitos sempre em módulo, estaremos sempre considerando e trabalhando em função do maior risco de perda possível, no nível máximo de volatilidade.

Também estipulamos limites de alçada em função do risco potencial de perda em relação ao volume negociado. Cada limite de alçada exige autorizações de pessoas específicas dentro de nossa estrutura. Os níveis de alçada são: “head trader”, tesoureiro, diretor financeiro, presidente e conselho de administração. Desse modo, em uma situação em que o primeiro gatilho é ativado através do acompanhamento diário, o “head trader” é acionado e decide se a posição que nos expõe a risco potencial será mantida, fechada ou “hedgeada”. Se, no dia seguinte o risco é ainda maior e eleva-se ao segundo limite de alçada, o tesoureiro é diretamente acionado e a ele caberá decidir se mantém a posição que nos expõe a risco potencial será mantida, fechada ou “hedgeada”, e assim sucessivamente para todos os limites de alçada. Dessa forma o Didier Levy Banco de Câmbio mantém sob controle e conhecimento de sua administração, a situação diária de exposição ao risco dos seus negócios.

O Didier Levy Banco de Câmbio S/A adotará uma política de controle rígido de gerenciamento de risco, com acompanhamento diário e revisadas periodicamente. Os mecanismos de controle de risco acima descritos serão supervisionados pela auditoria do Didier Levy Banco de Câmbio mínimo anualmente, ou em períodos menores, caso ocorra algum evento que o justifique. Desse modo, não serão feitas na Plataforma de Negociação operações que extrapolem esses limites, ou que não tenham sido autorizadas pelas instâncias apropriadas.

A decisão de realizar ou não “hedge” das operações será tomada em observância aos limites legais e regulamentares vigentes, determinados pelo Banco Central, em especial pelos Acordos de Basiléia. **Dentro desses limites, o percentual “hedgeado” das operações variará em função de estratégia comercial baseada no perfil da base de Investidores que operarão na Plataforma de Negociação, a ser**

construído com base em modelo estatístico, e na análise macro-econômica e fundamentalista do comportamento das Moedas (Grifou-se). Relativamente à base de investidores, a estratégia quanto ao percentual “hedgado” de operações considerará, precipuamente, as características demográficas, sócio econômicas, de renda e comportamental (histórico de operações) dos Investidores. Já o exame fundamentalista levará em conta a situação de liquidez no mercado internacional dos Pares de Moeda operados na Plataforma. Independentemente desses critérios, o Didier Levy Banco de Câmbio avaliará no caso a caso a necessidade de adquirir proteção para negociações que envolvam lotes muito expressivos de Moedas. O “hedge” será feito pelo Didier Levy Banco de Câmbio junto aos Liquidity Providers previamente contratados.” [\[14\]](#)

30. Por fim, os Derivativos *Forex* poderão deixar de ser distribuídos a qualquer tempo pelo Ofertante, pondo fim a operação da Plataforma. Nesse caso, os investidores serão avisados com prazo mínimo de 30 dias antes do encerramento, após os quais as posições serão fechadas.

D. Dispensas Requisitadas

31. A Requerente requisitou as seguintes dispensas relacionadas à Instrução CVM N.º 400/03:

D.I Dispensa da obtenção do registro de companhia aberta

32. A Requerente pede que a Ofertante seja dispensada de obter o registro de companhia aberta para realizar a emissão, como exigido pelo art. 21, inciso II c/c §1º da Lei 6.385/76. O fundamento legal para este pedido seria o §6º, inciso I, do mesmo artigo [\[15\]](#).

33. Inicialmente, tendo em vista a natureza híbrida dos Derivativos *Forex*, a empresa entende que o risco associado a ela não é de investimento propriamente dito, mas de solvabilidade. Por isso, as informações que deveriam ser prestadas em função do registro de companhia aberta não seriam úteis aos investidores desses valores mobiliários específicos.

34. Quanto a esse risco, a Ofertante estaria sob a fiscalização do BACEN, inclusive quantos aos riscos resultantes de sua posição como contraparte nas operações feitas na Plataforma de Negociação. Nesse sentido, a Ofertante se propõe a observar, permanentemente, um limite mínimo de capital realizado e patrimônio líquido no valor de R\$ 7.000.000,00, assim como, o restante da regulamentação relevante do BACEN.

35. Como forma de suprir parte das informações que deixaria de prestar em função desta dispensa, o Ofertante propõe apresentar aos investidores as mesmas informações que já apresenta ao BACEN:

- i. Informações financeiras trimestrais - IFT, ao final de cada trimestre, objeto de revisão especial por auditor independente registrado na CVM; e
- ii. Balanços semestrais e de encerramento de exercício, auditados por auditor independente registrado na CVM.

36. Tais informações serão disponibilizadas por meio do site do Ofertante, conjuntamente com as notas explicativas e parecer de auditoria. Além disso, também serão enviados os fatos relevantes relativos à estrutura da Oferta ou ao Ofertante.

37. Ademais, no entendimento da Requerente o poder de fiscalização da CVM não ficará prejudicado com essa dispensa, tendo em vista que a Ofertante se submete a fiscalização da Autarquia pelo disposto no §2º, art. 2º, da Lei 6.385/76 [\[16\]](#).

D.II Dispensa da presença de instituição intermediária

38. A Requerente pede que o Ofertante seja dispensado da necessidade de contratar instituição integrante do sistema de distribuição de que cuida o art. 19, §4º da Lei 6.385/76 [\[17\]](#). Tal pedido estaria amparado pelo art. 2º, §3º [\[18\]](#) da mesma lei e no art. 4º da Instrução CVM n.º 400/03 [\[19\]](#).

39. Para a Requerente, sendo a oferta por tempo indeterminado, a presença de uma instituição intermediária, atuando durante todo o período em que a oferta estivesse sendo realizada, constituiria ônus considerável.

40. A presença da instituição intermediária seria dispensável, dado que a Ofertante poderia suprir a atuação desta, pois, segundo a Requerente:

- i. “a Ofertante continuará responsável, nos termos do art. 56 da Instrução CVM 400, pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas ao mercado por ocasião do registro, e fornecidas ao mercado durante todo o tempo em que a distribuição se mantiver”;
- ii. “As Cotações pelas quais os Derivativos *Forex* poderão ser negociados serão estabelecidas a partir das informações recebidas dos *Data Feeds*, que a Ofertante não terá capacidade para influenciar”;
- iii. “Essas Cotações serão idênticas, em um mesmo instante de negociação, para compra ou venda dos Derivativos *Forex*, ou encerramento das Posições em Aberto”;
- iv. “As Cotações serão aquelas pelas quais os negócios serão fechados, sempre que se cuidar de operações executadas na modalidade instantânea. Na modalidade diferida, embora essas mesmas Cotações sejam apenas indicativas nas operações executadas, o investidor terá opção de adquirir ou não o Derivativo *Forex* pelo preço que lhe for informado, cabendo sempre a ele a decisão de efetuar ou não a negociação do ativo”.

41. Além disso, a Requerente se dispôs a suprir a ausência da instituição intermediária em qualquer outro aspecto que a CVM entendesse necessário.

42. Quanto à adequação da Oferta aos investidores (*suitability*), esta seria realizada no momento da adesão do investidor a Plataforma de Negociação, por meio de formulário específico para esse fim. Por sua vez, caso esse processo gerasse uma recomendação negativa para aquele investidor, este só poderia continuar com a operação através de anuência ao Termo de Responsabilidade.

43. Quanto às obrigações cadastrais e de combate à lavagem de dinheiro estas seriam supridas por cadastro próprio da Ofertante, realizado pelo site desta, admitindo-se envio da documentação exigida por meio físico ou eletrônico, incluindo nesse último caso, utilização de assinatura digitalizada. O cadastro atenderia aos requisitos mínimos impostos pela Instrução CVM N.º 301/99, sendo atualizado periodicamente pela Ofertante.

D.III Dispensa da necessidade de observância de prazo de distribuição.

44. A Requerente pede que Ofertante seja dispensada de observar os prazos prescritos pelos arts. 17^[20] e 18^[21] da Instrução CVM Nº 400/03. Tal pedido estaria amparado pelo art. 8º, inciso II^[22] e art. 19, §5º^[23] da Lei 6.385/76, que confeririam poderes à CVM para regular as ofertas públicas de valores mobiliários.

45. Inicialmente, a Requerente alega que Oferta de Derivativos *Forex* teria necessariamente prazo indeterminado, uma vez que não haveria mercado secundário para distribuição destes e o esforço de distribuição seria permanente. Além disso, não haveria “captação para destinação a quaisquer projetos ou negócios, mas apenas contratação de posições de crédito”.

46. Ademais, segundo a Didier Levy, os prazos exigidos pela norma teriam como função preservar a atualidade das informações constantes no Prospecto. Assim, como forma de compensação esta atualizaria o Prospecto a cada seis meses, mediante apresentação de Prospecto Suplementar. Além disso, caso ocorressem quaisquer alterações consideradas relevantes pela Ofertante no Prospecto, na estrutura da Oferta ou na estrutura da Ofertante, as informações seriam comunicadas imediatamente aos investidores por meio do site e seriam incluídas no próximo Prospecto Suplementar.

47. Por fim, argumenta que as próprias normas da CVM apontam para a solução proposta, como se poderia observar do art. 5º, inc. I^[24], da Instrução CVM Nº 404/04, que permite o fracionamento das distribuições primárias de debêntures padronizadas, assim como, do art. 11^[25] da Instrução CVM Nº 400/03 que regula os Programas de Distribuição Continuada. Além disso, a Requerente observa que o Colegiado já teria dispensado a observância do prazo máximo para ofertas públicas^[26] e exigido como contrapartida à manutenção da atualização das informações apresentadas no Prospecto.

D.IV Dispensa relativa às comunicações durante o prazo de oferta.

48. A Requerente pede que seja dispensada de observar as vedações e restrições previstas no art. 48^[27] da Instrução CVM Nº 400/03. A base legal para tal dispensa seriam os artigos 8º, inc. II e 19, §5º, da Lei 6.385/76, assim como, do art. 4º da Instrução CVM Nº 400/03.

49. Inicialmente, a Requerente alega que as restrições em tela levariam à proibição pelo Ofertante de emitir qualquer comentário ou a prestar qualquer informação relacionada à Oferta e isso seria inviável tendo em vista a natureza e a novidade da Oferta, assim como, o fato de que esta deveria ser feita por prazo indeterminado.

50. Ao se submeter às restrições do art. 48, a Ofertante encontrar-se-ia impossibilitada de oferecer atendimento aos clientes, manifestar-se publicamente sobre a Oferta e impossibilitaria esta de disponibilizar análises, relatórios e pesquisas na Plataforma, produzidas pelo Banco ou por terceiros, o que considerando o ineditismo da Oferta implicaria em um desserviço aos potenciais investidores.

51. Além disso, as informações prestadas pela Requerente não teriam como afetar as cotações já que estas seriam fornecidas pelos *Data Feeds*.

52. Contudo, a Requerente reconhece que as comunicações realizadas podem afetar a decisão do investidor de adquirir os Derivativos *Forex*, assim, quanto a esse ponto, dever-se-ia encontrar um equilíbrio entre o fornecimento de informações pela Ofertante que viabilizassem a oferta e reduzissem a assimetria informacional do investidor, e as pressões e influências indevidas que surgissem sobre este.

53. Para tanto, todo material publicitário utilizado na Oferta seria previamente submetido à CVM em consonância ao art. 50^[28] da Instrução CVM Nº 400/03. Por sua vez, quanto ao material de pesquisa disponibilizado na Plataforma, a Requerente entende que este seria não institucional, já que se referiria ao Mercado *Forex* como um todo e não aos Derivativos *Forex* especificamente.

54. Por fim, o Prospecto contaria com o seguinte fator de risco: **“As informações prestadas, notícias, pesquisas e análises disponíveis na Plataforma não são divulgadas em tempo real e podem não ter sido preparadas com independência (...)”**.

D.V Dispensas relativas ao preço da Oferta.

55. A Requerente pede que seja dispensada de estabelecer preço único para a Oferta, como estabelece o art. 23^[29] da Instrução CVM Nº 400/03 e de informar o preço total da oferta no Anúncio de Início de Distribuição. O fundamento legal para tais dispensas está nos artigos 8º, inc. II e 19, §5º, da Lei 6.385/76 assim como no art. 4º da Instrução CVM Nº 400/03.

56. Segundo a Requerente, não seria possível determinar um preço único para a Oferta, já que este dependeria de elementos externos ao Ofertante e variaria ao longo do tempo da Oferta. Além disso, ao adquirir o Derivativo o próprio investidor tomaria decisões como (i) quanto se alavancar, (ii) quantidade de lotes a serem adquiridos e (iii) o Par de Moedas envolvido, que fariam o preço variar entre investidores e a cada momento que um Derivativo *Forex* fosse adquirido. Assim, apenas se poderia estabelecer preço para a operação quando o investidor encerrasse sua posição o que tornaria inviável a divulgação antecipada dos preços de oferta.

57. Por fim, como forma de compensação pela dispensa a Requerente se comprometeu a enviar à CVM Relatórios de Acompanhamento Periódicos, com informações sobre as operações efetuadas, sendo estes o Relatório de hora e preço^[30] e o Relatório de Saldos Líquidos dos investidores^[31]. Tais relatórios, que poderiam ser enviados no prazo requerido pela CVM, produziram, segundo a Didier Levy, o mesmo efeito que os relatórios indicativos do movimento consolidados de distribuição de valores mobiliários que trata o art. 37, inciso VI^[32], da Instrução CVM Nº 400/03.

D.VI Dispensa de apresentação de estudo de viabilidade

58. A Requerente pede que seja dispensada de elaborar o estudo de viabilidade econômico-financeira que consta do art. 32^[33] da Instrução CVM Nº 400/03. O fundamento legal para a dispensa seria o art. 4º da Instrução CVM Nº 400/03.

59. Inicialmente, a Requerente toma como argumento base que a Oferta não se trata de captação de recursos para a emissora, dessa forma, não seria cabível formulação do estudo em questão. Além disso, a condição do Ofertante como Banco de Câmbio seria fator mitigador de risco de solvabilidade, já que este estaria sob a fiscalização do BACEN.

60. Além disso, o estudo não traria para o investidor qualquer informação relevante sob o ponto de vista do ativo financeiro

que este estaria adquirindo, cujos valores, não se relacionariam com o valor da ação do Ofertante, que permaneceria como companhia fechada e teria como controladora integral a Requerente.

61. Por fim, a Requerente já possuiria longo histórico de atuação no mercado de câmbio através da Corretora de Câmbio, que está sob comando dos acionistas da Requerente desde 1989.

E. Autorização especial quanto ao conteúdo do Prospecto.

62. Além dos pedidos de dispensa apresentados, a Requerente solicitou também autorização para utilizar Prospecto com conteúdo diferente daquele estabelecido pelo Anexo III da Instrução CVM Nº 400/03. Segundo a mesma, tal solicitação estaria baseada nos art. 19, §6º^[34], da Lei 6.385/76 e nos arts. 4º e 39, §3º^[35] da mesma Instrução.

63. Segundo a Didier Levy, as diferenças, destacadas no modelo de Prospecto anexo ao processo (fls. 59 a 76), decorreriam das características próprias de uma emissão de Derivativos *Forex*.

64. Além disso, o modelo elaborado para o Prospecto teria tomado como base o Anexo III da Instrução CVM Nº 400/03 antes das mudanças introduzidas no mesmo pela Instrução CVM Nº 482/10. Tal teria sido feito, pois no entendimento da Requerente o modelo anterior proporcionaria mais informações aos investidores por “incluir dados que, com as alterações promovidas, passarão a constar da norma disciplinadora do registro dos emissores, que o Requerente pretende seja dispensado à Ofertante”.

III. Análise SRE-SMI

A. Histórico

65. A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) recebeu o pedido da Didier Levy em 28/05/10, tendo rejeitado de imediato o pedido de confidencialidade que a Companhia requisitou para o processo, conforme OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/Nº662/2010 (fl.79).

66. Dada a natureza, complexidade e ineditismo do pedido, a análise foi realizada com apoio da Superintendência de Relações com Mercados e Intermediários (“SMI”), tendo esta contribuído para as reuniões que se seguiram nos dias 05/08/10, 17/08/10 (reunião com Diretor Otávio Yazbek e representantes da SMI e SRE) e 26/08/10 (reunião com a Presidente Maria Helena e SMI).

67. Ao final deste processo, a SMI levantou pontos a serem esclarecidos pela Companhia (fls. 101 e 102) tendo estes sido a ela remetidos em e-mail de 27/08/2010 (fl. 103). Por sua vez, em 13/09/2010, a Requerente apresentou resposta em conjunto com novos documentos.

68. Tendo analisado as novas informações e toda documentação apresentada, a SRE expediu em 04/10/2010 o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/N.º1346/2010 contendo formalmente exigências à Companhia.

69. Em 13/10/2010, a Requerente apresentou contestação específica quanto a exigência da Superintendência para reduzir a alavancagem possível com Derivativos *Forex* de 1:100 para 1:10, embora a Companhia tenha aceitado aumentar a aplicação inicial de R\$ 200,00 para R\$ 2000,00, como forma de afastar investidores não qualificados^[36].

70. Dessa forma, a Didier Levy apresentou pedido para que a SRE submetesse ao Colegiado a questão, pleiteado a manutenção da proporção de 1:100 ou, ao menos, 1:50. Em 26/10/2010, o Colegiado da CVM deliberou por autorizar a proporção máxima de alavancagem em 1:50, sendo necessário que se observasse o valor mínimo de aplicação de R\$ 2.000,00 (fl. 349).

71. Tendo recebido a resposta do Colegiado, a Companhia apresentou, em 30/12/2010, resposta (fls. 354 a 382) as exigências formuladas pela SRE em 04/10/2010. Depois de analisar a resposta, a SRE detectou que 18 exigências não teriam sido cumpridas e 7 novas haveriam surgindo em função de modificações no Prospecto.

72. Assim, em 19/01/2011, foi enviado novo OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/Nº52/2011 informando dos vícios sanáveis. Por sua vez, a Companhia apresentou resposta em 03.02.2011. Contudo, mesmo após esse processo continuaram pendentes as seguintes exigências:

- i. Disponibilização do Prospecto no site da Ofertante.
- ii. Alteração da redação do Prospecto no item Sumário da oferta quanto à modificações na Oferta.
- iii. Informação da quantidade de valores mobiliários a serem emitidos.
- iv. Declaração da CETIP deferindo o pedido de registro das operações com Derivativos *Forex*, na forma da Resolução CMN n. 3.505/07.
- v. Alteração da declaração de que trata o art. 56 da Instrução CVM Nº 400/03 (parcialmente atendida).
- vi. Documentação do Banco Central do Brasil comprobatória da autorização para funcionamento incluindo o exercício da atividade de distribuição de derivativos *Forex*.
- vii. Código ISIN.
- viii. Adequação do *suitability*.

73. Sobre o item “iv” do parágrafo acima, vale ressaltar que a CETIP prestou declaração (fl. 233) no sentido de que “o registro de operação de FOREX no sistema administrado pela CETIP será permitido desde que este instrumento financeiro esteja previsto em regulamentação”.

74. Decorridos mais de nove meses e não tendo todas as exigências acima sido cumpridas, em principal o envio da documentação comprobatória da autorização do BACEN, a SRE decidiu por arquivar o processo, conforme OFÍCIO/CVM/SRE/Nº1267/2011 (fl. 337).

75. Insatisfeita com a decisão da SRE, a Companhia apresentou em 11/01/2012 recurso contra a decisão do superintendente. Seu principal argumento era de que uma exigência que dependesse da manifestação de outro órgão (nesse caso o BACEN) só poderia ser declarada como não atendida após a manifestação daquele, uma vez que o arquivamento só poderia decorrer da inércia ou falta de diligência da Requerente, o que não teria ocorrido no caso.

76. Tendo apreciado o recurso, a SRE, conforme OFÍCIO/CVM/SRE/Nº037/2012, de 25/01/2012, decidiu reverter o arquivamento e encaminhou o caso ao Colegiado para que este pudesse deliberar sobre os pedidos formulados pela Companhia. Contudo, requisitou que a Companhia aditasse o recurso para incluir o pedido de dispensa quanto ao §1º, art. 9º^[37], da Instrução CVM Nº 400/03 (prazo de atendimento de exigências).

77. Em 09/02/2012, a Companhia apresentou resposta se recusando a aditar o recurso, pois em seu entendimento tal implicaria reconhecer que não teria cumprido com os prazos da Instrução 400/03. Requereu ainda que o processo fosse remetido para apreciação do Colegiado.

B. Análise

78. Em 09/07/2012, a SRE remeteu a SGE o MEMO/CVM/SRE/Nº22/2012, contendo em resumo as seguintes considerações sobre a Oferta:

- i. Os Derivativos Forex seriam não padronizados e a Oferta não possuiria valor total de emissão, quantidade total ofertada, valor nominal dos valores ofertados, preço unitário ou prazo determinado.
- ii. A precificação dos derivativos se daria pela apuração das informações dos *Data Feeds*, não podendo ser verificada de forma transparente.
- iii. A Plataforma não representaria uma modalidade de mercado organizado, mas uma simples forma de negociar com a Ofertante que seria sempre contraparte na operação. Assim, todos os aspectos concernentes à relação entre o investidor e o Ofertante estariam regulados tão somente pelo contrato existente entre estes. Além disso, estes derivativos não contariam com nenhum mecanismo de proteção como o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos ou o Fundo Garantidor de Créditos.
- iv. No entendimento da SRE, os depósitos feitos pelos investidores junto ao Ofertante não contariam com proteção legal, dessa forma, em caso de liquidação do Ofertante, todos os depósitos dos investidores que estivessem operando na Plataforma seriam tratados como créditos sem garantia. Assim sendo, o Ofertante apresentaria um risco de crédito, principalmente se não houver uma relação entre o patrimônio do ofertante e o valor nominal^[38] em risco.
- v. “O alto grau de alavancagem obtido nas operações com derivativos Forex (1/50) pode levar a grandes perdas e ganhos. O investidor ao operar com derivativos Forex pode ter uma perda total da margem inicial ou do depósito de segurança e de quaisquer fundos adicionais que mantenha com o Ofertante para estabelecer ou manter sua posição. Se o mercado for contra a sua posição, além do valor dos fundos depositados, sua posição será encerrada. Mesmo com uma trava de stop-loss um pequeno movimento nas taxas pode rapidamente ultrapassar a trava, disparando-a e fechando a posição com perda. Se o mercado for contra a posição do investidor em função de eventos fora do horário de funcionamento do mercado (fim de semana no Brasil), a sua posição poderá ser liquidada na abertura do mercado, com perda maior do que a margem depositada e o investidor será responsável pelo déficit que resultar em sua conta”.
- vi. “A possibilidade de reverter ou encerrar uma posição está limitada ao que a Ofertante oferecer, já que não existe nenhum outro mercado para esta negociação. A Ofertante pode oferecer cotação derivada de fontes externas diversas (“*data feeds*” ou “*liquidity providers*”). O Ofertante pode oferecer diferentes cotações a diferentes investidores em qualquer ponto no tempo, nos seus próprios termos. As cotações oferecidas pelo Ofertante podem ou não refletir as cotações disponíveis em outros mercados ou bolsas que negociem com câmbio. Se o Ofertante decidir não repassar sua própria exposição nas transações com o investidor, então ele irá ter maior rendimento se o mercado for contra o investidor, caracterizando potencial conflito de interesses”.
- vii. O investimento em Derivativos Forex representaria uma estratégia de investimento de curto prazo, não servindo normalmente para realizar um hedge significativo ou para a função de gerenciamento de risco.
- viii. Por fim, os Derivativos Forex teriam como ativo subjacente, em sua maioria, cotações entre pares de moeda cuja formação de preço se basearia em eventos externos ao mercado brasileiro, sem que as informações disponíveis quanto a esses eventos seja necessariamente disponível e simétrica.

79. Tendo apresentado essas considerações, a SRE apresentou o seguinte entendimento quanto aos pedidos de dispensa dos requisitos da Instrução CVM Nº 400/03:

- i. Quanto ao pedido de dispensa do registro de companhia aberta, a Superintendência entendeu que a Ofertante representaria um risco de crédito junto ao investidor, embora encontre-se sob a supervisão do BACEN. Além disso, tomou como referência os requisitos que atualmente existem para os emissores de Letras Financeiras, requisitando que a Ofertante apresentasse além das informações originalmente propostas pela Didier Levy (informações financeiras exigidas pelo BACEN), aquelas exigidas nos termos do art. 13-B^[39] da Instrução CVM Nº 400/03. Nesses termos, a SRE entendeu favoravelmente a dispensa.
- ii. Quanto ao pedido de dispensa de apresentar estudo de viabilidade, a SRE entendeu favoravelmente ao pedido tendo em vista que o Banco é sucessor da Corretora de Câmbio do mesmo grupo financeiro, o quê afastaria a aplicação do inciso II e III do art. 32 da Instrução CVM Nº 400/03.
- iii. Quanto ao pedido de dispensa de instituição intermediária, a Superintendência observou que tal pedido já foi feito em ofertas de fundos de investimento administrados por instituições financeiras, sem que tenha sido observado prejuízo até o momento.
- iv. Quanto ao pedido de dispensa de observância de prazo de distribuição, a Superintendência informa que tendo sido acatada a exigência feita quanto a eventuais alterações no Prospecto e que pudessem afetar os investidores (item 1.18 OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/Nº1346/2010), esta seria favorável à dispensa considerando a possibilidade de se conferir tratamento semelhante ao aquele conferido a programas de distribuição continuada.
- v. Quanto à dispensa relativa às comunicações durante o prazo da Oferta, a área técnica entendeu que relatórios, análises, pesquisas e notícias podem ser divulgados na Plataforma, desde que fique claro não se tratar de material publicitário e, ainda, que sejam respeitados os princípios do inciso V^[40] do art. 48 e do art. 49^[41] da Instrução CVM Nº 400/03. Especificamente para os relatórios de análise, que sejam observados os arts. 17^[42], 18^[43] e 20^[44] da Instrução CVM Nº 483/2010 e para as notícias jornalísticas que sejam divulgadas a fonte e a data de publicação. Contudo, salientou que mesmo cumprindo essas condições subsistiria a possibilidade do Ofertante expor o investidor a grau de assimetria informacional proposital em benefício

- próprio. Por isso, exigiu que o Ofertante contemplasse tal risco no Prospecto.
- vi. Quanto às dispensas relacionadas ao preço da Oferta (preço único para investidores e informação do valor total da oferta), a Superintendência observa que o preço, caso publicado, estaria imediatamente defasado dada a volatilidade do mercado de câmbio. Em relação à dispensa da divulgação do valor da emissão, a área técnica não descartou a possibilidade de se fixar um “máximo para o valor total da oferta por um período de tempo, nos moldes de um programa de distribuição”.

80. Por fim, em relação ao pedido de autorização especial quanto ao conteúdo do Prospecto a Superintendência entendeu que o pedido se relacionava diretamente as dispensas solicitadas, de tal modo que não via óbice à concessão do pedido.

IV. Fatos supervenientes

81. Em 30/10/2012, após o processo ter sido encaminhado ao Colegiado, foi encaminhada à CVM cópia de expediente do BACEN contendo **resposta negativa** ao pedido de autorização da Didier Levy, conforme segue:

“ Referimo-nos à sua correspondência de 23 de setembro de 2010, por meio da qual V.S.a solicita reconhecimento de plataforma eletrônica própria para efeito de registro de operações relacionadas ao mercado de câmbio, ofertadas publicamente, mais conhecidas como operações forex, em cumprimento ao disposto na Resolução 3.505, de 26 de outubro de 2007.

A propósito, esclarecendo que a Resolução 3.505, de 2007 estabelece que os registros respectivos devam ser efetuados em entidades e sistemas independentes das instituições participantes, informo que as operações de forex não se enquadram no disposto na mencionada norma.

Finalmente, ressalto não ser considerada oportuna, no momento, a alteração normativa que permita a realização de tais operações por instituições financeiras.”

É o relatório.

Voto

1. Trata-se de pedido de oferta pública de valores mobiliários com pedido de dispensa de requisitos da Instrução CVM Nº 400/03. A SRE submeteu o pedido ao Colegiado após suspender o arquivamento do processo por ausência de documentação essencial ao registro da Oferta, no caso, a autorização do Banco Central. Tal autorização seria necessária em função do Ofertante ser instituição financeira. Contudo, conforme consta do Relatório, a manifestação do BACEN foi denegatória.

2. Todavia, tendo em vista o interesse público em torno da questão, cumpre aproveitar essa oportunidade para manifestar-se quanto aos pedidos de dispensa apresentados.

3. A pretensão da Requerente era encontrar uma forma de ofertar legal e regularmente derivativos de câmbio referenciados em taxas de câmbio entre pares de moeda, também denominados Derivativos *Forex*. Essa pretensão cumpre um papel importante, pois como salientado pela Requerente existe uma demanda acentuada por tais derivativos, o que levou a uma série de ofertas irregulares no mercado brasileiro e concomitante ação repressora por parte dessa Autarquia.

4. Nesse sentido, a Didier Levy buscou se reunir com diferentes membros dessa CVM com fim de estruturar a operação. Deste processo foi elaborada a Oferta no molde apresentado. Observe-se que após reuniões com a CVM, o Requerente obteve autorização para operar como banco de câmbio, de forma a se enquadrar entre as instituições listadas no Art. 15 da Lei 6.385/76^[45]. Sendo a Ofertante instituição financeira, a CVM tem competência para determinar as espécies de operações e serviços que esta poderia ofertar no mercado de valores mobiliários. Assim, de acordo com o inciso I, §1º, do art. 15, a CVM poderia autorizar o banco de câmbio a emitir derivativos cambiais nos moldes do *Forex*.

5. Os derivativos podem ser ofertados publicamente no mercado de valores mobiliários segundo a regra geral do art. 60, parágrafo único, da Instrução CVM Nº 400/03. Contudo, a Instrução em questão não foi concebida originalmente para este fim e isso cria um óbvio conflito entre aquilo que a Instrução demanda para o registro de debêntures e ações, valores mobiliários tradicionalmente registrados nesta Autarquia, e aquilo que seria cabível no caso de um registro para emissão de derivativos. Daí surgem os pedidos de dispensa feitos pela Requerente.

6. O primeiro pedido é de não se constituir como companhia aberta. O Requerente alega que não pretende ofertar nenhum valor mobiliário cujo valor de mercado dependa intrinsecamente do desempenho econômico do Banco. A área técnica entendeu que ao aportar valores a título de margem os investidores ficam vulneráveis em face de uma eventual liquidação do Banco. Além disso, este estaria sujeito a um risco considerável, tendo em vista que é contraparte nas operações que ocorrem em um mercado volátil e sujeito a alterações bruscas. Além disso, não existiria segregação entre os recursos (caixa) aportados pelos investidores e aqueles do banco, permitindo que estes fossem operados conjuntamente com fundos próprios do Banco.

7. Para permitir que o potencial risco de crédito da Ofertante possa ser acompanhado pelo mercado, a área técnica exigiu que a Ofertante apresentasse as mesmas informações que são exigidas de um emissor de letras financeiras que não seja registrado nesta CVM. Parece-me que a analogia utilizada é adequada.

8. Além disso, as operações de grande porte poderão ser *hedgeadas* junto a *liquidity providers* e, como instituição financeira, o Banco estará sujeito à supervisão prudencial do BACEN. Nesse sentido, tendo em vista que a função do registro de emissor é principalmente prover os investidores de informações úteis, além de permitir a fiscalização pela CVM, não vejo prejuízo informacional a estes, e, portanto, entendo que a dispensa é cabível. Contudo, como condição adicional, no primeiro ano enquanto o modelo de risco está sendo desenvolvido e testado, entendo necessário que se estabeleçam critérios minimamente objetivos para a realização do *hedge*. Tal medida é necessária, pois, caso contrário, não seria possível determinar de forma razoável e transparente o risco ao qual a Ofertante está sujeita por ser contraparte nas operações. Após a implantação do modelo de risco, a CVM poderá abrir mão desta condição de *hedge* caso julgue que os controles de risco são adequados.

9. Por fim, a dispensa é possível pelo disposto no art. 21, §6º, inciso I, da Lei 6.385/76. A CVM é competente para editar normas gerais enunciando os casos em que o registro de emissor pode ser dispensado a despeito deste emissor poder registrar um valor mobiliário a ser negociado no mercado (como ocorre com o art. 7º da ICVM 480/09)^[46]. Logo, a CVM pode dispensar individualmente o registro de emissor do Requerente.

10. O segundo pedido de dispensa diz respeito à não contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários (instituição intermediária). O Requerente alega que manter esse tipo de serviço por prazo indeterminado tornaria a Oferta

financeiramente inviável. A SRE observa que os fundos de investimento administrados por instituições financeiras já foram dispensados de contratar instituição intermediária. A lógica desta dispensa tem origem no fato de que a gestora de recursos é parte de grupo do qual faz parte instituição financeira integrante do sistema de distribuição, e esta última já passa por maior escrutínio por parte do poder público.

11. Numa emissão tradicional, o papel do intermediário financeiro inclui garantir a idoneidade das informações prestadas pelo emissor, o que, inclusive pode levar a sua responsabilização na forma do art. 56, §1º^[47], da Instrução CVM Nº 400/03. Em contraste, no caso em tela, a informação mais relevante a ser resguarda na negociação dos derivativos são as diferentes taxas de câmbio informadas pelo *Data Feed*, importando mais que haja segurança quanto às informações repassadas pelos provedores de informação, do que quanto a eventuais informações sobre o emissor que pudessem ser averiguadas por um intermediário. Nesse sentido, acompanho o entendimento da área técnica pela possibilidade da dispensa.

12. A terceira dispensa solicitada diz respeito à observância do prazo de oferta que em regra geral é de 180 dias a partir do anúncio de início de distribuição (art. 18 da Instrução CVM nº 400). O Requerente pleiteia que o seu prazo seja indeterminado, dada a natureza dos derivativos. De fato, a estrutura proposta não é compatível com um prazo fixo, mesmo que estendido para dois anos, como no caso do programa de distribuição continua previsto no art. 13-A e seguintes da Instrução CVM nº 400. A área técnica entendeu que a dispensa é factível desde que eventuais alterações na estrutura da Oferta sejam previamente anunciadas aos participantes e aprovadas pela CVM. Não vejo prejuízo ao mercado no caso concreto e acompanho o entendimento da área técnica pela dispensa.

13. A Requerente deseja também ser dispensada das restrições impostas pelo art. 48 da Instrução 400/03 no que diz respeito ao período de silêncio. O período de silêncio se estende pelo prazo da oferta. Numa oferta tradicional, após o período de silêncio, o emissor pode se comunicar com o mercado nos termos da regulação. Contudo, no caso da Requerente, a oferta dos contratos derivativos seria contínua e por prazo indeterminado, impossibilitando qualquer comunicação com os investidores caso a regra do art. 48 prevalecesse para a Ofertante. O produto é novo no mercado, e o Requerente entende que precisaria prover uma assessoria técnica aos potenciais usuários da Plataforma Forex. Para isso criaria um *call center* e disponibilizaria na Plataforma relatórios, análises, pesquisas e notícias sobre o Mercado *Forex*.

14. As preocupações em torno da questão foram devidamente elucidadas pela área técnica (parágrafo 79, item v, do Relatório), e, com isso, as devidas correções já foram contempladas pelos ofícios de exigências da SRE. Entendo que as soluções encontradas minimizam a assimetria informacional dos participantes. Além disso, como exigência adicional, entendo que as chamadas do *call center* devem ser gravadas e armazenadas pelo prazo de cinco anos. Respeitadas estas condições, acompanho a área técnica na dispensa no caso concreto.

15. Quanto às dispensas relacionadas ao preço da Oferta (preço único para investidores e informação do valor total da oferta), entendo que são naturais em se tratando de negociação de derivativos, que por sua própria natureza não tem um preço fixo, mas aquele decorrente da variação do preço do ativo subjacente continuamente negociado no mercado.

16. Finalmente, a SRE apontou que o estudo de viabilidade não seria necessário em decorrência da continuidade entre a antiga corretora do grupo Didier Levy e o banco de câmbio. Por sua vez, as alterações no prospecto de emissão são correlacionadas com os pedidos ora em tela.

17. Entendo que existem dois pontos adicionais que necessitam de destaque. A Oferta, como está estruturada, conta com um participante essencial para formação do preço dos derivativos que é o provedor externo de informações financeiras (*Data Feed*). Por isso, a escolha dessa instituição deverá ser aprovada por esta Autarquia e as informações repassadas devem estar refletidas de forma precisa na Plataforma, de modo que a Ofertante não possa selecionar a informação a que os investidores terão acesso.

18. O segundo ponto a ser destacado diz respeito ao encerramento da Oferta. Não me parece razoável o sistema proposto pela Ofertante de aviso prévio de 30 dias com posterior encerramento compulsório das posições dos investidores. Entendo que o prazo é insuficiente para que eventuais investidores encerrem suas posições de forma ordenada e planejada e segundo seus próprios critérios. Por isso, penso que o prazo minimamente razoável, tendo em vista tratar-se de uma oferta por prazo indeterminado, seria de 60 dias.

19. Por fim, sugiro que a área técnica averigue, ao analisar outro caso concreto, se outras condições seriam necessárias à proteção dos investidores para um eventual encerramento da Oferta.

20. Assim, após análise desse caso podemos tecer algumas considerações sobre um eventual registro de oferta de derivativos *Forex* no mercado de valores mobiliários:

- a. o ofertante deverá se constituir como instituição financeira, do que decorre a necessária autorização por parte do Banco Central, ficando dispensada a contratação de instituição intermediária para a distribuição dos contratos derivativos *forex*;
- b. a oferta poderá ser contínua, não sendo necessário que se estabeleça preço total ou unitário;
- c. todo material publicitário deverá ser previamente aprovado pela CVM e as informações disponibilizadas aos investidores deverão resguardar a isonomia entre as fontes, e
- d. não será necessário que a companhia se registre junto à CVM, contudo, a mesma deverá prestar as mesmas informações exigidas dos emissores de letras financeiras, além das informações prestadas junto ao BACEN.

21. Este voto tem como objetivo apontar parâmetros que poderão, futuramente, embasar uma eventual oferta deste tipo de derivativo, tendo como base a regulamentação da CVM em vigor nesta data.

22. Embora esse voto seja no sentido de conceder as dispensas requeridas, o pedido encontra-se prejudicado pela falta da autorização do BACEN. Além disso, mesmo que assim não o fosse, é importante lembrar que a Companhia não cumpriu as exigências da área técnica. Portanto, não é possível autorizar o registro de oferta tal como requerido pela Companhia.

23. Pelo exposto, voto pelo arquivamento do processo e para que a SRE dê conhecimento desta decisão ao requerente.

Rio de Janeiro, 25 de junho de 2013

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Diretora-Relatora

[1] Segundo dados mais recentes do BIS, esse mercado já teria ultrapassado os US\$ 4 trilhões em 2010. Fonte: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1012e.htm, visualizado em 04/02/2012.

[2] Na fl. 108 a Requerente informa que o *Data Feed* a ser utilizado é a Currenex (www.currenex.com). As informações geradas pela Currenex resultam das informações colhidas nas seguintes instituições financeiras: Barclays, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Dresdner Commerz, UBS, HSBC, Soc. Gen., RBS, Bank of America, Citibank, JP Morgan, Nomura Bank, BNP. Uma eventual mudança no *Data Feed* somente poderia ser realizada fora do horário de funcionamento, com aviso prévio de 30 dias. A Currenex é uma subsidiária integral da *State Street Corporation*.

[3] Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

(...)

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

(...)

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

[4] Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

(...)

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; (...)

[5] Art. 60. Ficam revogadas a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.

Parágrafo único. A presente Instrução aplica-se a toda e qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários, salvo, quando houver regulação específica, nas disposições relativas a:

I - Prospecto e seu conteúdo;

II - documentos e informações que deverão instruir os pedidos de registro;

III - prazos para a obtenção do registro;

IV - prazo para concluir a distribuição; e

V - hipóteses de dispensas específicas.

[6] Para o par USD/BRL o Dólar americano seria a Moeda Base e o Real a Moeda Cotação. O valor na Plataforma representaria, nesse caso, a quantidade de Reais para se adquirir um Dólar americano ou a quantidade de Reais que se obteria com a venda de um Dólar americano. Além disso, as moedas seriam expressas em até quatro casas decimais. A diferença entre Cotações constituiria o Spread, que por sua vez seria indicado em Pips. Pip ou pontos é a abreviação de "Price Interest Point" e é a medida usada para refletir as alterações em Spreads das Cotações dos Derivativos *Forex*. O Pip é a menor unidade de Spread da Cotação, ou seja, para uma Cotação USDBRL2,0000, o Pip nesse caso seria a última das quatro casas decimais.

[7] Um lote corresponde a 100.000 (cem mil) unidades da Moeda Base, sendo permitido aos investidores adquirirem frações de lote.

[8] Em 26/10/2010 o Colegiado da CVM definiu que Margem Inicial mínima seria de R\$ 2.000,00.

[9] O Saldo Líquido seria igual ao Saldo Bruto somado dos resultados parciais das posições em aberto.

[10] Margem Utilizada é o montante que lastreia as posições em aberto do investidor. A Margem Utilizada não seria alterada pelas variações de valores das posições em aberto do investidor.

[11] Conforme reunião do Colegiado de 26/10/2010 a alavancagem máxima permitida foi reduzida de 1:100 para 1:50.

[12] Eventos Extraordinários seriam acontecimentos excepcionais que não possam ser previstos ou evitados pela Didier Levy, tais como, por exemplo, calamidades, catástrofes, guerras, atos terroristas, ações de governo ou atos de legislação que provoquem alterações drásticas no ambiente econômico.

[13] Página 37 do Prospecto

[14] Páginas 110 e 111 do Prospecto preliminar de 03/02/2011.

[15] Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19:

I - o registro para negociação na bolsa;

II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

§ 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.

(...)

§ 6º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando:

I - casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados; (...)

[16] Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

(...)

§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas. (...)

[17] Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

(...)

§ 4º - A emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no Art. 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira. (...)

[18] Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

(...)

§3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima;

II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;

III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei;

IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.

[19] §4º Na hipótese de dispensa de requisitos de registro com base no inciso VII do § 1º, deverá ser, adicionalmente, observado o seguinte:

I - o ofertante apresentará à CVM, juntamente com o pedido fundamentado mencionado no § 2º deste artigo, modelo de declaração a ser firmado pelos subscritores ou adquirentes, conforme o caso, da qual deverá constar, obrigatoriamente, que:

a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes

de assumir tais riscos;

b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e

c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso, e se comprometem a cumprir o disposto no inciso III deste parágrafo.

II - todos os subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários ofertados firmarão as declarações indicadas no inciso I deste parágrafo, as quais deverão ser inseridas nos boletins de subscrição ou recibos de aquisição;

III - o investidor qualificado que tenha subscrito ou adquirido valores mobiliários com base na dispensa do inciso VII, do § 1º do art. 4º e pretenda vender os valores mobiliários adquiridos ou subscritos a investidor não qualificado antes de completados 18 (dezoito) meses do encerramento da distribuição somente poderá fazê-lo se for previamente obtido o registro de negociação em mercado, a que se refere o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, salvo se os valores mobiliários adquiridos se enquadrarem nas hipóteses do § 1º do art. 2º desta Instrução;

IV - os prazos de análise previstos no § 3º do art. 13.

[\[20\]](#) Art. 17. O registro de distribuição de valores mobiliários caducará se o Anúncio de Início de Distribuição e o Prospecto ou o Suplemento de que trata o art. 13 não forem divulgados até 90 (noventa) dias após a sua obtenção

[\[21\]](#) Art. 18. A subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto da oferta de distribuição deverá ser realizada no prazo máximo de 6 (seis) meses, contado da data de publicação do Anúncio de Início de Distribuição.

[\[22\]](#) Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

(...)

II - administrar os registros instituídos por esta Lei; (...)

[\[23\]](#) Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

(...)

§ 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor;

II - fixar o procedimento do registro e especificar as informações que devam instruir o seu pedido, inclusive sobre:

a) a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, administração e principais acionistas;

b) as características da emissão e a aplicação a ser dada aos recursos dela provenientes;

c) o vendedor dos valores mobiliários, se for o caso;

d) os participantes na distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a companhia emissora ou com o vendedor.

[\[24\]](#) Art. 5º O registro para distribuição primária de Debêntures Padronizadas será concedido para a emissão em série única ou para cada série, conforme o caso, observado o seguinte:

I - a distribuição primária, que poderá ser fracionada em lotes de Debêntures Padronizadas, pelo prazo de 24 (vinte e quatro) meses contado da data da concessão do registro pela CVM, deve ser realizada, exclusivamente, na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado definido pela emissora, e deverá, em qualquer hipótese, observar procedimentos que possibilitem a formação do preço de mercado dos títulos ofertados, com transparência e amplo acesso por parte do público investidor; (...)

[\[25\]](#) Art. 11. A companhia aberta que já tenha efetuado distribuição pública de valores mobiliários poderá submeter para arquivamento na CVM um Programa de Distribuição de Valores Mobiliários ("Programa de Distribuição"), com o objetivo de no futuro efetuar ofertas públicas de distribuição dos valores mobiliários nele mencionados.

§1º O Programa de Distribuição será apresentado à CVM pela companhia emissora, assessorada por uma ou mais Instituições Intermediárias, as quais serão responsáveis, nos termos do disposto no art. 56 e seus parágrafos, pelas informações e pela sua verificação.

§2º Será permitido a novas Instituições Intermediárias que não tenham participado da elaboração dos documentos apresentados quando do arquivamento do Programa de Distribuição liderar ofertas amparadas por esse programa, ficando responsáveis pela elaboração do Suplemento e da atualização das informações anteriormente prestadas, verificando sua consistência e suficiência com relação às novas informações prestadas.

§3º O Programa de Distribuição terá prazo máximo de 2 (dois) anos, contado do seu arquivamento pela CVM, devendo ser indeferido qualquer pedido de registro de oferta vinculado a um Programa de Distribuição apresentado após o transcurso deste prazo.

§4º O Prospecto e as demais informações apresentadas relacionadas ao Programa de Distribuição deverão ser atualizados no prazo máximo de 1 (um) ano, contado do arquivamento do Programa de Distribuição, ou por ocasião da apresentação das demonstrações financeiras anuais à CVM, o que ocorrer primeiro, independentemente e sem prejuízo da atualização de tais informações e documentos realizada através de Suplemento, quando da realização de uma oferta pública ao amparo do Programa de Distribuição.

§5º Os prazos de análise, de cumprimento de exigências e de verificação do respectivo cumprimento no tocante ao arquivamento do Programa de Distribuição, bem como à atualização prevista no § 4º, são aqueles estabelecidos nos arts. 8º e 9º da presente Instrução.

§6º Findo o prazo de análise, a CVM enviará ofício à Instituição Intermediária líder, com cópia para o ofertante, informando o deferimento ou o indeferimento do pedido de arquivamento do Programa de Distribuição.

§7º O Programa de Distribuição será cancelado:

I - mediante requerimento da companhia emissora;

II - por decisão da CVM, se realizada oferta a ele vinculada em condições diversas das constantes do registro, sem prejuízo das disposições do art. 60;

III - automaticamente:

a) com o encerramento de uma oferta pública que represente o exaurimento do valor previsto no Programa de Distribuição;

b) caso o Prospecto e as demais informações relacionadas ao Programa de Distribuição não sejam atualizadas nas datas devidas;

c) pelo arquivamento de novo Programa de Distribuição pela CVM.

[\[26\]](#) RJ2004/5209 (Envolvia emissão de CEPACS, em que foi permitida a emissão com prazo superior ao normativo, mas não indefinido); RJ2004/3408 (Idem); RJ2005/3975 (Idem) e RJ2007/11393 (Trata-se de dispensa do prazo de caducidade da oferta para que FIDC aberto pudesse manter o número de cotas originalmente registradas mesmo com eventual resgate de cotas, ou seja, caso houvesse resgate ele poderia emitir novas cotas até o limite do valor registrado originalmente).

[\[27\]](#) Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo do disposto na Instrução CVM nº 358, de 2002:

I - até que a oferta pública seja divulgada ao mercado, limitar:

a) a revelação de informação relativa à oferta ao que for necessário para os objetivos da oferta, advertindo os destinatários sobre o caráter reservado da informação transmitida; e

b) a utilização da informação reservada estritamente aos fins relacionados com a preparação da oferta.

II - abster-se de negociar, até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários de emissão do ofertante ou da emissora, salvo nas hipóteses de:

- a) execução de plano de estabilização devidamente aprovado pela CVM;
- b) alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme;
- c) negociação por conta e ordem de terceiros; ou
- d) operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários;

III - apresentar à CVM pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia e a operação que eventualmente tenha elaborado;

IV - abster-se de se manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante até a publicação do Anúncio de Encerramento da Distribuição; e

V - a partir do momento em que a oferta se torne pública, ao divulgar informação relacionada à emissora ou à oferta:

- a) observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação; e
- b) esclarecer as suas ligações com a emissora ou o seu interesse na oferta, nas suas manifestações em assuntos que envolvam a oferta, a emissora ou os valores mobiliários.

[28] Art. 50. A utilização de qualquer texto publicitário para oferta, anúncio ou promoção da distribuição, por qualquer forma ou meio veiculados, inclusive audiovisual, dependerá de prévia aprovação da CVM e somente poderá ser feita após a apresentação do Prospecto Preliminar à CVM.

§1º Findo o prazo de 5 (cinco) dias úteis, contado da data do protocolo do material publicitário, sem que haja manifestação da CVM, considerar-se-á que foi aprovado.

§2º O material publicitário não poderá conter informações diversas ou inconsistentes com as constantes do Prospecto e deverá ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento.

§3º O material mencionado neste artigo deverá fazer referência expressa de que se trata de material publicitário e mencionar a existência de Prospecto, bem como a forma de se obter um exemplar, além da advertência em destaque com o seguinte dizer: "LEIA O PROSPECTO ANTES DE ACEITAR A OFERTA"

§4º A CVM, inobstante ter autorizado a utilização do material publicitário, poderá, a qualquer momento, por decisão motivada, requerer retificações, alterações ou mesmo a cessação da publicidade.

§5º Não caracterizam material publicitário os documentos de suporte a apresentações oferecidas a investidores, os quais deverão, no entanto, ser encaminhados à CVM previamente à sua utilização.

[29] Art. 23. O preço da oferta é único, mas a CVM poderá autorizar, em operações específicas, a possibilidade de preços e condições diversos consoante tipo, espécie, classe e quantidade de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

§1º O ofertante poderá estabelecer que o preço e, tratando-se de valores mobiliários representativos de dívida, também a taxa de juros, sejam determinados no dia da apuração do resultado da coleta de intenções de investimento, desde que sejam indicados os critérios objetivos que presidem à sua fixação no Prospecto Preliminar e no aviso a que se refere o art. 53.

§2º Caso se utilize da faculdade prevista no § 1º, o preço e a taxa de juros definitivos deverão ser divulgados ao público nos mesmos termos do Anúncio de Início de Distribuição e do Prospecto, e comunicados à CVM e à bolsa de valores ou mercado de balcão onde são negociados os valores mobiliários da emissora no próprio dia em que forem fixados.

§3º Poderá haver contratos de estabilização de preços, os quais deverão ser previamente aprovados pela CVM.

[30] Documento gerado diariamente contendo informações sobre as mudanças das Taxas de Câmbio de cada Par de Moeda e das respectivas negociações ocorridas, detalhadas segundo por segundo.

[31] Documento informando a relação dos investidores, com os valores dos respectivos Saldos Líquidos ao final de cada dia. O relatório contém o nome e número de referência do investidor, a data de referência e o Saldo Líquido correspondente.

[32] Art. 37. Ao líder da distribuição cabem as seguintes obrigações:

(...)

VI - remeter mensalmente à CVM, no prazo de 15 (quinze) dias após o encerramento do mês, a partir da publicação do Anúncio de Início de Distribuição, relatório indicativo do movimento consolidado de distribuição de valores mobiliários, conforme modelo do Anexo VII; (...)

[33] Art. 32. O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitidos por companhia deverá ser instruído com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora quando:

I - a oferta tenha por objeto a constituição de companhia;

II - a emissora exerça a sua atividade há menos de dois anos e esteja realizando a primeira distribuição pública de valores mobiliários;

III - a fixação do preço da oferta baseie-se, de modo preponderante, nas perspectivas de rentabilidade futura da emissora;

IV - houver emissão de valores mobiliários em montante superior ao patrimônio líquido da emissora, considerando o balanço referente ao último exercício social, e os recursos captados visarem à expansão ou diversificação das atividades ou investimentos em controladas ou coligadas; ou

V - a emissora tenha apresentado patrimônio líquido negativo, ou tenha sido objeto de concordata ou falência nos 3 (três) exercícios sociais que antecedem a oferta.

Parágrafo único. No caso de valores mobiliários representativos de dívida, a apresentação de estudo de viabilidade será obrigatória para as hipóteses listadas nos incisos, II, III e IV do caput, podendo tal documento ser:

I - dispensado, se os valores mobiliários tiverem prazo de vencimento inferior a 1 (um) ano, contado a partir da sua data de emissão; ou

II - substituído, nos demais casos, por classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no País, que deverá ser divulgada de forma integral.

[34] Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

(...)

§ 6º - A Comissão poderá subordinar o registro a capital mínimo da companhia emissora e a valor mínimo da emissão, bem como a que sejam divulgadas as informações que julgar necessárias para proteger os interesses do público investidor. (...)

[35] Art. 39. O Prospecto deverá, de maneira que não omita fatos de relevo, nem contenha informações que possam induzir em erro os investidores, conter os dados e informações sobre:

(...)

§3º No caso de ofertas públicas que envolvam a emissão de valores mobiliários para os quais não estejam previstos procedimentos, informações e documentos específicos, a CVM poderá, a pedido dos interessados, estabelecer o conteúdo para o respectivo Prospecto.

(...)

[36] A título de comparação, nos termos da Instrução CVM Nº 409/04, art. 109, são investidores qualificados:

I - instituições financeiras;

- II - companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
- III - entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
- IV - pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I;
- V - fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados;
- VI - administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;
- VII - regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

[37] Art. 9º O prazo previsto no art. 8º poderá ser interrompido uma única vez se a CVM, por ofício encaminhado ao líder da distribuição e com cópia para o ofertante ou, se for o caso, para os fundadores, solicitar documentos, alterações e informações adicionais relativos ao pedido de registro de distribuição e à atualização de informações **relativas ao** registro de companhia aberta, solicitação esta que será formulada em ato único e conjunto pelas áreas responsáveis da CVM que devam se manifestar na ocasião.

§1º Para o atendimento das eventuais exigências, será concedido prazo de até 40 (quarenta) dias úteis, contado do recebimento da correspondência respectiva.

[38] Valor total dos ativos de uma posição alavancada, ou seja, valor total do ativo subjacente ao derivativo.

[39] Art. 13-B O pedido de registro de Programa de Distribuição Contínua deve ser instruído com os seguintes documentos:

- I - formulário cadastral da emissora;
- II - formulário de referência da emissora, nos termos aplicáveis aos emissores registrados na categoria B;
- III - ato societário da emissora que aprovou o Programa de Distribuição Contínua, se houver;
- IV - estatuto social atualizado da emissora; e
- V - as informações previstas no Anexo X.

[40] Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM:

(...)
V - a partir do momento em que a oferta se torne pública, ao divulgar informação relacionada à emissora ou à oferta:

- a) observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação; e
- b) esclarecer as suas ligações com a emissora ou o seu interesse na oferta, nas suas manifestações em assuntos que envolvam a oferta, a emissora ou os valores mobiliários. (...)

[41] Art. 49. Para todos os efeitos do art. 48, a emissora, o ofertante e as Instituições Intermediárias deverão assegurar a precisão e conformidade de toda e qualquer informação fornecida a quaisquer investidores, seja qual for o meio utilizado, com as informações contidas no Prospecto, devendo encaminhar tais documentos e informações à CVM, na forma do art. 50.

[42] Art. 17. O analista deve incluir em todos os seus relatórios de análise, de forma clara e com o devido destaque, declarações:

- I - atestando que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa ou instituição à qual esteja vinculado, se for o caso; e
- II - informando o investidor caso o analista responsável ou quaisquer dos analistas envolvidos na elaboração do relatório de análise estejam em situação que possa afetar a imparcialidade do relatório ou que configure ou possa configurar conflito de interesses, incluindo, mas não se limitando aos casos em que:
 - a) qualquer dos analistas envolvidos na elaboração do relatório tenha vínculo com pessoa natural que trabalhe para o emissor objeto do relatório de análise, esclarecendo a natureza do vínculo;
 - b) qualquer dos analistas envolvidos na elaboração, seu cônjuge ou companheiro, seja direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, titular de valores mobiliários objeto do relatório de análise;
 - c) qualquer dos analistas envolvidos na elaboração, seu cônjuge ou companheiro, esteja direta ou indiretamente envolvido na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto do relatório de análise;
 - d) qualquer dos analistas envolvidos na elaboração, seu cônjuge ou companheiro, tenha direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação ao emissor objeto do relatório de análise, exceto pelo disposto no parágrafo único do art. 4º; e
 - e) a remuneração do analista de valores mobiliários seja, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela pessoa a que esteja vinculado.

§ 1º O analista deve informar o conteúdo das declarações previstas no inciso II, caso se verifique uma das situações ali dispostas, em exposições públicas, apresentações, reuniões e conferências telefônicas das quais participe para divulgação ou discussão do relatório de análise que tenha elaborado ou cujo conteúdo seja típico de relatório de análise.

§ 2º O disposto no § 1º não se aplica a:

- I - reuniões com um único cliente ou investidor; ou
- II - telefonemas dos quais participem o analista, de um lado, e um único cliente ou investidor, de outro.

[43] Art. 18. As pessoas indicadas no art. 2º, incisos II e III, são responsáveis por declarar, sempre que aplicável, de forma clara e com o devido destaque, em todos os relatórios de análise que publicarem, divulgarem ou distribuírem, situações que possam afetar a imparcialidade do relatório de análise ou que configurem ou possam configurar conflito de interesses.

§ 1º São exemplos de conflito de interesses, para os fins deste artigo, situações em que as pessoas indicadas no art. 2º, incisos II e III, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum:

- I - tenham participações societárias relevantes no emissor objeto do relatório de análise ou em que o emissor objeto do relatório de análise, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum tenham **participações** relevantes nas pessoas indicadas no art. 2º, incisos II e III, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum;
- II - tenham interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto do relatório de análise;
- III - estejam envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto do relatório de análise; e
- IV - recebam remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

§ 2º O analista vinculado às pessoas indicadas no art. 2º, incisos II e III, deve informar o conteúdo das declarações previstas no caput em exposições públicas, apresentações, reuniões e conferências telefônicas das quais participe para divulgação ou discussão do relatório de análise que tenha elaborado ou cujo conteúdo seja típico de relatório de análise.

§ 3º O disposto no § 2º não se aplica a:

- I - reuniões com um único cliente ou investidor; ou
- II - telefonemas dos quais participem o analista, de um lado, e um único cliente ou investidor, de outro.

[44] Art. 20. A pessoa que distribuir, no Brasil, relatórios de análise sobre emissores de valores mobiliários negociados no Brasil ou em relação aos quais haja esforço de venda no Brasil, elaborados por analistas residentes e domiciliados em outras jurisdições, é responsável por obter as declarações previstas no art. 17 e fazer as declarações previstas no art. 18.

[45] Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

a) como agentes da companhia emissora;

b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;

II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;

III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;

IV - as bolsas de valores.

V - entidades de mercado de balcão organizado.

VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e

VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários definir:

I - os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários, bem como as espécies de operação que poderão realizar e de serviços que poderão prestar nesse mercado;

II - a especialização de operações ou serviços a ser observada pelas sociedades do mercado, e as condições em que poderão cumular espécies de operação ou serviços.

§ 2º - Em relação às instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a explorar simultaneamente operações ou serviços no mercado de valores mobiliários e nos mercados sujeitos à fiscalização do Banco Central do Brasil, as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários serão limitadas às atividades submetidas ao regime da presente Lei, e serão exercidas sem prejuízo das atribuições daquele.

§ 3º - Compete ao Conselho Monetário Nacional regulamentar o disposto no parágrafo anterior, assegurando a coordenação de serviços entre o Banco Central do Brasil e a comissão de Valores Mobiliários.

[46] Art. 7º Estão automaticamente dispensados do registro de emissor de valores mobiliários:

I - emissores estrangeiros cujos valores mobiliários sejam lastro para programas de certificados de depósito de ações - BDR Nível I, patrocinados ou não;

II - emissores de certificados de potencial adicional de construção;

III - emissores de certificados de investimento relacionados à área audiovisual cinematográfica brasileira;

IV - empresas de pequeno porte;

V - micro empresas; e

VI - emissores de letras financeiras distribuídas no âmbito de Programa de Distribuição Contínua, os quais devem observar o disposto no Anexo 7 - VI.

[47] Art. 56. O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.

§1º A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:

I - as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e

II - as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, que venham a integrar o Prospecto, são suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.