



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO RJ-2013-7690

Reg. Col. 9571/2015

Requerente: ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

Assunto: Consulta sobre a aplicação de dispositivos da Instrução CVM nº 505, de 2011, às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, regulamentadas pela Instrução CVM nº 400, de 2003.

VOTO-VISTA

1. Introdução

1. Cuida-se de consulta formulada pela ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais acerca da aplicação de determinados dispositivos da Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011 (“Instrução 505), no âmbito das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários (“Ofertas” ou “Oferta” quando no singular), regulamentadas pela Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (Instrução 400).

2. A consulta foi endereçada tanto à Superintendência de Registros – SRE como à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, as quais apresentaram suas respectivas manifestações.¹ Adicionalmente, por iniciativa da SRE,² consultou-se a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE a respeito de pontos específicos da consulta.³

¹ Memorando MEMO/SRE/nº65/2013, de 8.11.2013 (fls. 13 a 14), Memorando nº7/2015-CVM/SER, de 4.2.2015 (fls. 43 a 49), e Relatório SMI/Nº001/2014, de 3.1.2014 (fls. 15 a 18).

3. Na reunião de Colegiado ocorrida em 10.2.2015, a SRE e a SMI relataram o presente processo e deram início à discussão sobre a consulta. Ao final, pedi vista dos autos para aprofundar o estudo do assunto.

4. Este voto está organizado em quatro partes. Na sequência desta introdução, apresento resumo da consulta bem como das manifestações proferidas pela SRE, SMI e PFE. Em seguida, passo a fundamentar as respostas que me parecem apropriadas às questões suscitadas pela consulente. Ao final, destaco, sinteticamente, as conclusões alcançadas.

2. Exposição da consulta

5. A consulta diz respeito a eventuais conflitos entre as regras previstas na Instrução 400 e aquelas estabelecidas na Instrução 505. A ANBIMA solicita à CVM que esclareça a sua interpretação sobre a aplicação de determinadas regras desta última Instrução no âmbito das Ofertas. Os assuntos em relação aos quais haveria antinomias são: (i) definição de ordem e condições de execução; (ii) pessoas vinculadas ao intermediário; (iii) indicação de diretores responsáveis pelo cumprimento das normas editadas pela CVM, e (iv) cadastro de clientes.

1.1. Definição de ordem e condições de execução (art. 1º, V, e art. 19 da Instrução 505)

6. De acordo com a ANBIMA, os procedimentos adotados por intermediários durante as Ofertas não se enquadrariam na definição de ordem estabelecida no art. 1º, inciso V, da Instrução 505, segundo a qual traduz “*o ato pelo qual o cliente determina que um intermediário negocie ou registre operação com valor mobiliário, em seu nome e nas condições que especificar*”.

7. Argumenta, nessa direção, que, nas Ofertas, o intermediário não recebe “*uma ordem, mas uma manifestação de aceitação da Oferta por parte do investidor, a qual deve ser formalizada de acordo com a documentação da Oferta*” (fl. 6). Essa manifestação não consubstanciaria uma ordem, nos termos da Instrução 505, visto não haver “*uma determinação de negociação ou de registro de um valor mobiliário, nem mesmo uma autorização de compra nas condições especificadas pelo cliente*” (fl. 6).

² Memorando SRE/nº18/2014, de 9.5.2014 (fls. 22 a 24).

³ Parecer Nº188/2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, de 28.7.2014 (fls. 25 a 32); Despacho ao Parecer Nº188/2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, de 28.8.2014 (fl. 33), e Memorando MEMO Nº070/2014/PFE-CVM/PGF/AGU, de 12.12.2014 (fls. 38 a 40). Sublinhe-se que a PFE apenas foi instada a se manifestar acerca dos dois primeiros pontos da consulta da ANBIMA.

8. Em sua opinião, portanto, o procedimento de coleta de intenções de investimento, de que trata o art. 44 da Instrução 400,⁴ e, do mesmo modo, a aceitação da oferta por um investidor não constituem *ordens*, para efeito da Instrução 505.

9. Na esteira desse raciocínio, a ANBIMA alega que os procedimentos adotados pelo intermediário nas Ofertas não se coadunam com o disposto no art. 19 da Instrução 505, de acordo com o qual “*o intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita*”.

10. Para a consulente, “*conforme facultado pela Instrução CVM 400, cada Oferta tem seu próprio plano de distribuição e suas próprias regras de alocação, descritas na respectiva documentação, a qual concede ao emissor/ofertante maior discricionariedade na alocação de ativos distribuídos*”.

11. Nesse sentido, observa que “*há ofertas com tranches destinadas ao público de varejo, aos investidores institucionais, aos acionistas e funcionários da emissora (ofertas prioritárias, na forma do art. 21 da Instrução CVM 400), entre outras, cada uma com regras específicas quanto à alocação e ao recebimento de manifestações de aceitação (e.g. bookbuilding, rateio, leilão etc.) – todas essas particularidades são devidamente documentadas e disponibilizadas aos investidores na documentação da Oferta, nos termos da Instrução CVM 400*” (fl. 7).

12. Quanto a esse ponto da consulta, a SRE concorda com a posição da ANBIMA, por entender que, nas Ofertas, não há “*ordem de negociação, mas um aceite de oferta ou uma manifestação de intenção de investimento na oferta*” (fl. 13). De acordo com a SRE, ainda que as manifestações dos investidores durante as Ofertas fossem consideradas ordens, para efeito da Instrução 505, as regras da Instrução 400, atinentes a tais manifestações, deveriam prevalecer às daquela Instrução, por serem mais específicas.

13. Assim, nas palavras da SRE: “*as manifestações do investidor durante uma oferta são descritas na Instrução CVM nº 400/03 como sendo a intenção de investimento (art. 44), a reserva para subscrição (art. 45)⁵ e o aceite de oferta de subscrição (art. 21 a 31)^{6,7}. A instrução descreve e disciplina detalhadamente estas manifestações além de remeter a exposição das regras*

⁴ “Art. 44. É permitida a coleta de intenções de investimento, com ou sem o recebimento de reservas, a partir da divulgação de Prospecto Preliminar e do protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM.”

⁵ “Art. 45. É admissível o recebimento de reservas para subscrição ou aquisição de valores mobiliários objeto de oferta pública, (...)”

⁶ “Art. 21. As ofertas públicas de distribuição deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas, permitida a concessão de prioridade aos antigos acionistas, sem prejuízo do disposto nos arts. 23 e 33, § 3º.”

⁷ “Art. 31. Havendo a possibilidade de distribuição parcial, o investidor poderá, no ato de aceitação, condicionar sua adesão a que haja distribuição: I - da totalidade dos valores mobiliários ofertados; ou II - de uma proporção ou quantidade mínima dos valores mobiliários originalmente objeto da oferta, definida conforme critério do próprio investidor, mas que não poderá ser inferior ao mínimo previsto pelo ofertante.”

suplementares de alocação dos valores mobiliários e o plano de distribuição ao contrato de distribuição e ao Prospecto” (fl. 23)

14. A SMI, por sua vez, ressalta que a Instrução 505 estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários, abrangendo, por conseguinte, as operações realizadas nos mercados de balcão não organizados, entre as quais se incluem os negócios decorrentes das Ofertas, que são intermediados por integrantes do sistema de distribuição, embora não sejam efetuados ou registrados em mercado organizado.⁸ Desse modo, no entendimento da SMI, não haveria dúvida quanto à aplicabilidade da Instrução 505 à atuação dos intermediários em Ofertas.

15. No que tange, especificamente, à definição de ordem, a SMI destaca que, nos termos do art. 1º, V, da Instrução 505, esta se caracterizaria mediante a verificação dos seguintes elementos: (a) ato de cliente dirigido ao intermediário, (b) para que negocie ou registre operação com valor mobiliário, e (c) em nome do cliente.

16. Tais elementos, no entendimento da SMI, estariam presentes no ato de aceitação de uma Oferta por parte do investidor, visto (a) tratar-se de ato destinado ao intermediário, no qual mantenha cadastro como cliente, (b) para que adquira, isto é, negocie valores mobiliários objeto da Oferta, (c) em seu nome.

17. A SMI ressaltou, ainda, que a especificação das condições de execução pelo cliente não se afigura essencial à configuração da ordem, uma vez que a Instrução 505 admite, expressamente, a transmissão de ordem sem a indicação de suas condições de execução. É o que se poderia extrair do comando previsto no art. 19, que prescreve ao intermediário que execute “as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita” (grifou-se).

18. Sendo assim, de acordo com o raciocínio da SMI, a existência de regras específicas atinentes à alocação e ao recebimento de manifestações de aceitação da Oferta não afasta a interpretação segundo a qual a aceitação da Oferta pelo investidor, transmitida ao intermediário de que seja cliente, constitui-se em ordem, para efeitos da Instrução nº 505.

19. Para a SMI, o enquadramento do ato de aceitação da Oferta na definição de ordem seria relevante para que os intermediários cumpram a obrigação estabelecida no parágrafo único do art. 12 da Instrução 505, de acordo com a qual “todas as ordens devem ser registradas”. Assim como

⁸ Em apoio, a SMI cita o disposto no art. 4º da Instrução CVM nº 461, de 2007: “Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º. **Parágrafo único.** Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.”

qualquer outra ordem, o intermediário deveria ser capaz de comprovar a manifestação de vontade do cliente em aderir à Oferta.

20. Em seu parecer, a PFE manifesta-se no sentido que *“as definições de ordem e de execução de ordens da ICVM 505/11 se aplicam ao procedimento de coleta de intenção de investimento e de recebimento de manifestação de aceitação de uma Oferta, conforme definido na ICVM 400/03”* (fl. 32). Em apoio a tal conclusão, a PFE ressalta que não haveria conflito entre as normas da Instrução 400 e as da Instrução 505. As normas seriam, a rigor, complementares, incidindo em âmbitos de aplicação distintos. Enquanto a Instrução 400 teria por escopo a disciplina das Ofertas, a Instrução 505 teria por objeto os procedimentos, regras e controles internos a serem adotados pelos intermediários, inclusive durante as Ofertas.

21. Não obstante entender ser essa a interpretação jurídica mais adequada, a PFE ressalta que *“a controvérsia verificada nos autos exige decisão regulatória a ser tomada pelo Colegiado da CVM (...)”* (fl. 33).

22. Em oportunidade posterior, o Procurador-Chefe da PFE complementou e ratificou o parecer supramencionado, de maneira a rever sua opinião sobre a aplicação da Instrução 505 às Ofertas. Nesta nova manifestação, conclui que *“a Instrução CVM 400 permanece como norma especial, devendo, assim, ser seguida, no que contrária à Instrução 505, nas ofertas públicas regidas por aquela Instrução”* (fl. 40). Dois argumentos são destacados nesse sentido. O primeiro é que a edição da Instrução 505 pela CVM não teve por finalidade alterar o regime jurídico das Ofertas, estabelecido na Instrução 400, como se poderia verificar da leitura do Edital da Audiência Pública nº 04/2009 e do respectivo Relatório, que não fazem referência alguma àquela Instrução. O segundo é que a Instrução 400 já traz, em si, diversos mecanismos específicos de tutela dos investidores, que tornaria redundante a incidência da Instrução 505.

23. Não obstante a adoção dessa nova posição, o Procurador-Chefe ressalta novamente, em linha com o exposto no Parecer da PFE, que *“a solução da controvérsia – entre duas normas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários – mere[ce] ser tratada, efetivamente, pelo Colegiado, tendo em vista suas finalidades regulatórias. Assim, é certo que a solução adequada passa pela interpretação autêntica das normas, para que se esclareça, definitivamente e publicamente, sobre a real aplicabilidade das normas da Instrução 505 aos casos especificados”* (fl. 39).

1.2. Pessoas vinculadas aos intermediários (art. 1º, VI, art. 21, § 3º, e art. 25 da Instrução 505)

24. Em sua consulta, a ANBIMA alega que a definição de “pessoas vinculadas”, prevista no art. 1º, inciso VI,⁹ da Instrução 505, bem como o disposto nos arts. 20, § 3º,¹⁰ e 25¹¹ da mesma Instrução, não seriam aplicáveis às Ofertas, tendo em conta o regramento específico para as pessoas vinculadas às Ofertas, estabelecido na Instrução 400.

25. De acordo com a ANBIMA, o conflito entre as disposições da Instrução 505 e aquelas da Instrução 400, no que tange às pessoas vinculadas ao intermediário, decorreria das seguintes razões:

- (i) enquanto o art. 1º, inciso VI, da Instrução 505 definiria, de modo taxativo, as pessoas vinculadas aos intermediários, o art. 55¹² da Instrução 400 empregaria a expressão “outras pessoas vinculadas à emissão e distribuição” de maneira a explicitar o caráter exemplificativo do rol de pessoas ali mencionado;
- (ii) *“a restrição estabelecida no art. 25 da Instrução 505 não se aplicaria às Ofertas, pois na Oferta não ocorre negociação de valor mobiliário, apenas a aceitação, pelo investidor, das condições da Oferta, conforme já exposto”* (fl. 8);
- (iii) a aplicação da restrição contida no art. 25 da Instrução 505 conduziria a consequências indesejáveis, haja vista que *“o investidor vinculado a uma instituição não participante de uma determinada Oferta ficaria impossibilitado de adquirir os valores mobiliários ofertados publicamente”* (fl. 8);
- (iv) a finalidade da norma prevista no art. 20, § 3º, da Instrução 505 já seria contemplada pelo disposto no art. 55 da Instrução 400, que limita a participação

⁹ “Art. 1º Considera-se, para os efeitos desta Instrução: (...) VI – pessoas vinculadas: a) administradores, empregados, operadores e demais prepostos do intermediário que desempenhem atividades de intermediação ou de suporte operacional; b) agentes autônomos que prestem serviços ao intermediário; c) demais profissionais que mantenham, com o intermediário, contrato de prestação de serviços diretamente relacionados à atividade de intermediação ou de suporte operacional; d) pessoas naturais que sejam, direta ou indiretamente, controladoras ou participem do controle societário do intermediário; e) sociedades controladas, direta ou indiretamente, pelo intermediário ou por pessoas a ele vinculadas; f) cônjuge ou companheiro e filhos menores das pessoas mencionadas nas alíneas “a” a “d”; e g) clubes e fundos de investimento cuja maioria das cotas pertença a pessoas vinculadas, salvo se geridos discricionariamente por terceiros não vinculados.”

¹⁰ “Art. 20. (...) § 3º Em caso de ordens concorrentes dadas simultaneamente por clientes que não sejam pessoas vinculadas e por pessoas vinculadas ao intermediário, ordens de clientes que não sejam pessoas vinculadas ao intermediário devem ter prioridade.”

¹¹ “Art. 25. As pessoas vinculadas ao intermediário somente podem negociar valores mobiliários por conta própria, direta ou indiretamente, por meio do intermediário a que estiverem vinculadas.”

¹² “Art. 55. No caso de distribuição com excesso de demanda superior em um terço à quantidade de valores mobiliários ofertada, é vedada a colocação de valores mobiliários em controladores ou administradores das Instituições Intermediárias e da emissora ou outras pessoas vinculadas à emissão e distribuição, bem como seus cônjuges ou companheiros, seus ascendentes, descendentes e colaterais até o 2º grau.”

de pessoas efetivamente vinculadas nas Ofertas, sobretudo nas situações em que há excesso de demanda.

26. Nesse ponto também, a SRE concorda com a posição da consulente. De acordo com a SRE, *“o art. 55 da Instrução CVM nº 400/03 regula as condições em que é vedada a colocação de valores mobiliários para pessoas vinculadas no caso de concorrência de interesses de investimento entre estas e pessoas não vinculadas com excesso de demanda superior a 1/3 da oferta, afastando a utilização a definição de concorrência de ordens de pessoas vinculadas e não vinculadas da Instrução CVM 505/2011”* (fls. 13-14).

27. Ainda de acordo com a SRE, *“se a instituição intermediária a qual a pessoa estiver vinculada for participante da oferta, aplica-se o caput do art. 25 da Instrução CVM nº 505/2011, obrigando que a adesão à oferta seja feita por meio do intermediário a que estiver vinculada. Entretanto, um investidor vinculado a uma instituição não participante, não será considerado vinculado para efeito da oferta, não se enquadrando na definição do art. 55 da Instrução CVM nº 400/03 e não havendo porque falar da incidência do art. 25 da Instrução CVM nº 505/2011”* (fl. 24).

28. Em sua manifestação, a SMI ressalta, inicialmente, que as restrições estabelecidas na Instrução 505 quanto à atuação das pessoas vinculadas aos intermediários têm por objetivo garantir a precedência da execução de ordens de clientes e minimizar situações de conflitos de interesses no âmbito dos intermediários e seus prepostos.

29. Para a SMI, é razoável concluir pela inaplicabilidade do art. 20, § 3º, da Instrução 505 às Ofertas, uma vez que a Instrução 400 contém regras próprias, como aquelas estabelecidas nos arts. 33¹³ e 55, que visam assegurar a todos os investidores tratamento justo e equitativo.

30. No entanto, a SMI discorda da ANBIMA no que tange à observância do disposto no art. 25 da Instrução 505. De acordo com a Superintendência, não haveria razão para se aceitar que *“o investidor pessoa vinculada dê uma ordem de aceitação da oferta por outro intermediário que não seja aquele ao qual esteja vinculado, até porque uma eventual negociação dos valores mobiliários adquiridos será realizada no mercado secundário e terá, portanto, de se dar por meio desse intermediário de qualquer forma”* (fls. 17 e 18).

¹³ “Art. 33. O relacionamento do ofertante com as Instituições Intermediárias deverá ser formalizado mediante contrato de distribuição de valores mobiliários, que conterá obrigatoriamente as cláusulas constantes do Anexo VI. (...) §3º O líder da distribuição, com expressa anuência da ofertante, organizará plano de distribuição, que poderá levar em conta suas relações com clientes e outras considerações de natureza comercial ou estratégica, do líder e do ofertante, de sorte que as Instituições Intermediárias deverão assegurar: I - que o tratamento aos investidores seja justo e equitativo; II - a adequação do investimento ao perfil de risco de seus respectivos clientes; e III - que os representantes de venda das instituições participantes do consórcio de distribuição recebam previamente exemplar do prospecto para leitura obrigatória e que suas dúvidas possam ser esclarecidas por pessoa designada pela instituição líder da distribuição.”

31. Ainda de acordo com a SMI, a incidência, no âmbito das Ofertas, da restrição estabelecida no art. 25 da Instrução 505 não teria por efeito inviabilizar a aquisição dos valores ofertados publicamente por parte de investidor vinculado a instituição não participante da distribuição pública. Isto porque, nesse caso, se aplicaria, por analogia, a exceção prevista no § 1º, II, do art. 25, admitindo-se, dessa maneira, que o investidor transmita a ordem de aceitação da oferta a outro intermediário, que esteja habilitado na Oferta.

32. Nesse tocante, a PFE destaca, em seu parecer, que, sendo destinada a mitigar situações de conflitos de interesses no âmbito dos intermediários, a norma estabelecida no art. 25 da Instrução CVM 505 não deve ser interpretada de modo a proibir o investidor vinculado a intermediário não participante da Oferta de adquirir valores mobiliários distribuídos publicamente. Daí a concluir que *“um investidor vinculado a uma instituição não participante da Oferta não se subsume ao conceito de pessoa vinculada da ICVM 505/11”* (fl. 32).

1.3. Indicação de diretores (art. 4º da Instrução 505)

33. A ANBIMA ressalta que, nos termos do art. 56-A¹⁴ da Instrução 400, todos os administradores da instituição líder da Oferta têm o dever de zelar pelo cumprimento das obrigações impostas ao líder pela Instrução. Em vista disso, considera que os intermediários não estão obrigados, em virtude do art. 4º¹⁵ da Instrução 505, a indicar um diretor estatutário específico para ser responsável pelas Ofertas regulamentadas pela Instrução 400.

34. Nesse ponto, SRE e SMI ressaltaram em uníssono que, independentemente de sua participação em Ofertas, os intermediários devem cumprir o disposto no art. 4º da Instrução 505, providenciando a indicação de um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas na Instrução e de outro estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos. Tal obrigação não decorre do fato de o intermediário participar ou não de Ofertas, mas da sua condição de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

¹⁴ “Art. 56-A. Os administradores da instituição líder da oferta, dentro de suas competências legais e estatutárias, têm o dever de zelar pelo cumprimento das obrigações impostas ao líder por esta Instrução.”

¹⁵ “Art. 4º O intermediário deve indicar: I – um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução; e II – um diretor estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos previstos no inciso II do caput do art. 3º. § 1º A nomeação ou a substituição dos diretores estatutários a que se referem os incisos I e II deve ser informada à CVM e às entidades administradoras dos mercados organizados em que o intermediário seja autorizado a operar, se for o caso, no prazo de 7 (sete) dias úteis. § 2º As funções a que se referem os incisos I e II do caput não podem ser desempenhadas pelo mesmo diretor estatutário. § 3º A função a que se refere o inciso II do caput não pode ser desempenhada em conjunto com funções relacionadas à mesa de operações do intermediário. § 4º Os diretores referidos nos incisos I e II devem agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando, no exercício de suas funções, todo cuidado e diligência esperados de um profissional em sua posição.”

1.4. Cadastro de clientes (Capítulo III da Instrução 505)

35. No que concerne ao cadastro de clientes, a ANBIMA entende que a Instrução 505 não estabelece obrigações adicionais a serem cumpridas pelos intermediários. Desse modo, cada instituição participante da distribuição pública é responsável pelo cadastro de seus respectivos clientes.

36. Nesse ponto também, as opiniões da SRE e SMI são convergentes. De acordo com as superintendências, nos termos do art. 5º¹⁶ da Instrução 505, o intermediário participante da Oferta é responsável pelo cadastro dos seus respectivos clientes, não se exigindo da instituição líder da Oferta a elaboração, em duplicidade, do cadastro dos clientes atendidos pelos intermediários integrantes do consórcio de distribuição. Em outras palavras, o cadastro deve ser confeccionado pelo intermediário que acatou a ordem de aceitação da oferta.

2. Análise da consulta

37. A análise da consulta deve partir da compreensão do contexto regulatório no qual se insere a edição da Instrução 505. A Instrução CVM nº 387, de 2003 (“Instrução 387”), em vigor anteriormente, estabelecia, nos termos do seu art. 1º, *“normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro em bolsas de valores ou em bolsas de mercadorias e futuros”*. Em outras palavras, o seu escopo restringia-se à atividade de intermediação desenvolvida nos mercados organizados de valores mobiliários, cuja definição encontra-se delineada no art. 3º da Instrução CVM nº 461, de 2007.¹⁷

38. Por sua vez, a Instrução 505 fixa normas e procedimentos a serem observados pelos intermediários nas operações com valores mobiliários realizadas em mercados regulamentados de valores mobiliários. O seu âmbito de aplicação mostra-se, portanto, mais amplo do que o previsto no diploma normativo anterior, uma vez que alcança, além das operações realizadas nos mercados organizados, aquelas que são intermediadas em mercado de balcão não organizado.¹⁸ Sendo assim, a Instrução 505, ao contrário da Instrução 387, aplica-se aos negócios com valores mobiliários *“em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I,*

¹⁶ “Art. 5º O intermediário deve efetuar e manter o cadastro de seus clientes com o conteúdo mínimo determinado em norma específica. (...)”

¹⁷ “Art. 3º Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros. §1º Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado. (...)”

¹⁸

II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º.

39. A meu ver, a consulta ora em apreço é motivada pelo fenômeno acima retratado de alargamento do campo de incidência normativa. Sob a égide da Instrução 387, não havia dúvida de que suas normas não se aplicavam às distribuições de valores mobiliários ofertados publicamente, por se tratarem, justamente, de operações realizadas em mercado de balcão não organizado, que escapavam do alcance da Instrução. No entanto, com a edição da Instrução 505, tal panorama alterou-se profundamente, pois, com visto, suas normas, diferentemente das precedentes, espraiam-se por todos os mercados regulamentados de valores mobiliários. Daí se segue que a existência de eventuais antinomias aparentes, que ao tempo da Instrução 387 sequer era plausível, mostra-se, ao menos em tese, possível no regime regulatório atual, tendo em vista a confluência entre as normas da Instrução 400 e da Instrução 505 no que tange à regulamentação das Ofertas.

40. Diante disso, há de se averiguar em que medida as normas introduzidas pela Instrução 505 se conciliam com aquelas previstas na Instrução 400, procurando-se, por meio desse esforço interpretativo, preservar a unidade e a coerência do ordenamento a que se submetem as Ofertas.

41. Nesse tocante, a manifestação da consulente baseia-se na premissa, correta à luz do dado normativo vigente, de que o diploma normativo posterior, que introduza prescrições gerais ou especiais a par das já existentes, não revoga nem modifica o diploma normativo anterior.¹⁹ Desta feita, a Instrução 505, por estabelecer normas gerais aplicáveis indistintamente às operações realizadas em mercado de balcão não organizado, não teria alterado o regime jurídico instituído na Instrução 400, que trata especificamente das Ofertas. Em consequência, verificando-se eventual conflito entre disposições da Instrução 505 e da Instrução 400, deveriam prevalecer as desta última.

42. O raciocínio parece-me irretorquível, desde que se tenha em mente que a derrogação de normas da Instrução 505 apenas se justifica quando se revelarem, efetivamente, conflitantes com aquelas da Instrução 400. Caso contrário, não havendo antagonismo, não há que se cogitar, evidentemente, de resolução de aparente antinomia.

43. A meu ver, não se justifica a percepção de que a Instrução 505 seria, *in totum*, inaplicável às distribuições de valores mobiliários ofertados publicamente. Entendo, ao reverso, que as duas instruções – a Instrução 400 e a Instrução 505 – são destinadas a incidir, concorrentemente, nessas operações. Três razões me levam nessa direção.

44. A primeira é a complementaridade temática que se observa entre as duas instruções. Como se sabe, a Instrução 400 disciplina as Ofertas, em seus mais variados aspectos, estabelecendo regras

¹⁹ Cuida-se do princípio da especialidade, amplamente admitido na resolução de antinomias aparentes. Nessa direção, a Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro estabelece, em seu art. 2º, § 2º, que a “lei nova, que estabeleça disposições gerais ou especiais a par das já existentes, não revoga nem modifica a lei anterior”.

a serem observadas pelos diversos agentes do mercado que participam dessas operações, como as sociedades emissoras, os ofertantes, os investidores e os intermediários, entre outros.

45. Por sua vez, a Instrução 505 tem por objeto a atividade de intermediação desempenhada em qualquer mercado regulamentado, alcançando, indiferentemente, qualquer espécie de negócio com valores mobiliários. Sob tal enfoque, a Instrução não dispõe acerca de tal e qual operação, voltando-se, precipuamente, para disciplina de aspectos organizacionais e operacionais dos intermediários,²⁰ tais como adoção de procedimentos e controles internos de *compliance*, a manutenção do cadastro de clientes, o pagamento e o recebimento de valores. Além disso, a Instrução estabelece padrões de conduta que devem nortear sempre o relacionamento dos intermediários com seus clientes.

46. A segunda razão refere-se ao objetivo regulatório que norteia as disposições da Instrução 505. O alargamento do escopo da Instrução, de maneira a abranger as operações efetuadas em mercado não organizado, resulta da clara percepção do regulador quanto à necessidade de promover, também nesse ambiente de negociação, a segurança jurídica e a adoção de elevados padrões éticos por parte dos participantes.

47. Nesse tocante, mostra-se bastante elucidativa o debate refletido no Relatório da Audiência Pública SDM nº 04/2009, que precedeu à edição da Instrução. Naquela oportunidade, a Federação Brasileira de Bancos – FEBRABAN sugeriu a alteração da redação do art. 1º, inciso I, do diploma normativa, de modo a restringir o seu alcance aos mercados de bolsas de valores e mercado de balcão organizado. No entanto, a CVM decidiu não acatar tal recomendação, por entender que objetivo “*com a redação dada à Minuta, que faz referência à negociação em ‘mercados regulamentados de valores mobiliários’, em consonância com a terminologia utilizada na Instrução CVM nº 461, de 2007, é abranger os intermediários habilitados nos mercados organizados de bolsa e balcão e no mercado de balcão não organizado*”.²¹

48. Como se vê, a Instrução 505 tem, reconhecidamente, a finalidade de disciplinar a atuação dos intermediários em todos os mercados regulamentados de valores mobiliários, inclusive em mercado de balcão não organizado, no qual se insere a distribuição de valores mobiliários ofertados publicamente. Aliás, convém assinalar, nesse sentido, que a Instrução traz regra específica sobre a atuação dos intermediários durante as Ofertas, o que desautoriza, definitivamente, o entendimento de que tais operações não estariam por ela abrangidas. É que se vê no art. 35, inciso VI, que veda ao intermediário “*cobrar dos clientes corretagem ou qualquer outra comissão referente a negociações com valores mobiliários durante o período de sua distribuição pública, com exceção*

²⁰ Esclareça-se que o termo “intermediário” é aqui empregado no sentido exposto na definição contida no art. 1º, inciso I, da Instrução 505, segundo é intermediário toda “instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários”.

²¹ V. Relatório de Audiência SDM nº 04/09, p. 5-6, disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

de negociação em mercados organizados com valores mobiliários já negociados em tal mercado e desde que o cliente seja devidamente informado sobre a distribuição pública em curso”.

49. Enfim, a terceira razão diz respeito ao modelo regulatório escolhido pela Instrução 505. Com efeito, o regime jurídico ali delineado sustenta-se, prioritariamente, na adoção, implementação e supervisão de regras, procedimentos e controles internos a serem estabelecidos pelos próprios intermediários, com base nos parâmetros mínimos indicados pela Instrução e pelas entidades administradoras dos mercados organizados onde atuem. Procurou-se, dessa maneira, induzi-los a prover-se de práticas operacionais capazes de assegurar o cumprimento da legislação vigente bem como de prevenir irregularidades por parte dos participantes do mercado. De outra parte, por meio dessa abordagem, optou-se por um modelo mais maleável, que, enfatizando a autonomia dos intermediários, permite que definam as suas próprias regras, procedimentos e controles internos, tendo em conta peculiaridades e vicissitudes que o órgão regulador dificilmente seria capaz de apreender.

50. Disso resulta que muitas das normas contidas na Instrução 505, em razão justamente de sua plasticidade, não são de natureza a colidir com as disposições, de cunho mais prescritivo, da Instrução 400. Espera-se, ao revés, que as regras, procedimentos e controles internos a serem adotados pelos intermediários, por força da instrução 505, possam acomodar as especificidades da distribuição de valores mobiliários ofertados publicamente, assim como as de outras operações intermediadas nos mercados regulamentados.

51. Em suma, por todas essas razões, não precede o entendimento segundo o qual a Instrução 505, *in totum*, seria inaplicável às Ofertas. Nesse particular, cumpre afastar apenas as normas dessa Instrução que se afigurem, efetivamente, colidentes com as disposições da Instrução 400. No mais, os preceitos contidos na Instrução 505 devem ser observados pelos intermediários quando participarem da distribuição de valores mobiliários ofertados publicamente.

52. Feito tal esclarecimento, passo então a examinar os pontos suscitados na consulta.

2.1 Definição de ordem e condições de execução

53. Nesse primeiro ponto, entendo que assiste razão à SMI. A definição de ordem, estabelecida no art. 1º, V, da Instrução 505, é propositadamente ampla, alcançando, de acordo com a dicção do dispositivo, todo “ato pelo qual o cliente determina que um intermediário negocie ou registre operação com valor mobiliário, em seu nome e nas condições que especificar”.²²

²² Convém sublinhar que tal definição se assemelha àquela prevista na Instrução CVM nº 387, de 2003, cuja vigência antecedeu à da Instrução 505. Naquela Instrução, ordem era definida, nos termos do art. 2º, X, como “o ato mediante o

54. À primeira vista, a leitura do dispositivo pode sugerir que a especificação pelo cliente das condições de execução seja condição indispensável à configuração da ordem. No entanto, a interpretação sistemática das normas da Instrução, em especial do disposto no art. 19, conduz à conclusão oposta. Com efeito, nesse dispositivo, menciona-se expressamente que compete ao intermediário executar “as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita” (grifou-se).

55. Daí se segue, portanto, que, à luz da definição prevista no art. 1º, V, da Instrução 505, configura-se a ordem sempre que reunidos os seguintes elementos (a) ato de cliente dirigido ao intermediário, (b) para que negocie ou registre operação com valor mobiliário, e (c) em nome do cliente.

56. A meu ver, tais elementos encontram-se perfeitamente identificados no ato de aceitação de uma Oferta por parte do investidor, visto (a) tratar-se de ato destinado ao intermediário, no qual mantenha cadastro como cliente, (b) para que adquira, isto é, negocie valores mobiliários objeto da Oferta, (c) em seu nome.

57. Sendo assim, é de concluir-se que os intermediários participantes de uma Oferta devem observar as normas da Instrução 505 que disciplinam o recebimento de ordens. Em particular, como destaca a SMI, tais intermediários devem cumprir as regras previstas na Seção I do Capítulo IV da Instrução, que estabelecem, entre outras, a obrigação de registro e arquivamento das ordens transmitidas pelos clientes (art. 12 e 13).

58. Não obstante, entendo, em linha com a consultante e a SRE, que as regras estabelecidas na Seção II do Capítulo IV da Instrução 505, que tratam da execução de ordens, não se harmonizam com aquelas estabelecidas na Instrução 400 e, por isso mesmo, não devem ser observadas por ocasião das Ofertas.

59. Nesse particular, o que se verifica é que as duas instruções adotam perspectivas opostas. De uma parte, a Instrução 505 visa a que as ordens sejam executadas nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta destas, nas melhores condições de mercado, promovendo, nesse tocante, os deveres de lealdade e diligência que devem pautar sempre a atuação do intermediário.²³

60. De outra parte, reconhecendo a dinâmica própria às Ofertas, a Instrução 400 procura assegurar que a distribuição dos valores ofertados entre os investidores aceitantes seja efetuada em conformidade com as informações e condições previamente divulgadas ao público, notadamente com as regras de alocação estabelecidas no prospecto e no plano de distribuição. Assim,

qual o cliente determina a uma corretora que compre ou venda valores mobiliários, ou registre operação, em seu nome e nas condições que especificar”.

²³ “Art. 19. O intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita. **Parágrafo único.** Para aferir as melhores condições para a execução de ordens, o intermediário deve levar em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem.”

diversamente do que se verifica na Instrução 505, o princípio norteador, previsto na Instrução 400, é a vinculação do ofertante e das instituições intermediárias participantes às condições previamente estabelecidas na Oferta.

61. Além disso, a Instrução 400 prevê determinados mecanismos que, de modo análogo às regras da Instrução 505 sobre execução de ordens, procuram assegurar que os investidores aceitantes da Oferta sejam tratados pelos intermediários com lisura e lealdade. Veja-se, nessa direção, o disposto no art. 21, de acordo com o qual “*as ofertas públicas de distribuição deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas*”. Em sentido semelhante, no que se refere ao plano de distribuição, o art. 33, § 3º, I, prescreve aos intermediários que concedam tratamento justo e equitativo aos investidores.²⁴

62. Tudo isso me leva à conclusão de que a Instrução 400 traz regramento específico sobre a alocação dos valores mobiliários distribuídos que destoam da disciplina prevista na Seção II do Capítulo IV da Instrução 505, a qual, como já visto, se alicerça na premissa, estranha à dinâmica peculiar às Ofertas, de que as ordens devam ser executadas nas condições indicadas pelos clientes ou, na falta destas, nas melhores condições de mercado.

63. A leitura do parágrafo único do art. 19 confirma, a meu ver, tal entendimento. Ali se diz que “*para aferir as melhores condições para a execução de ordens, o intermediário deve levar em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem*”. Como se vê, os critérios abordados no comando pressupõem uma realidade muito distante daquela observada nas Ofertas, nas quais, como já dito, prevalece, como regra para a alocação dos valores mobiliários ofertados, as condições estabelecidas no prospecto e no plano de distribuição.

64. Sendo assim, as regras estabelecidas na Instrução 400, por serem especialmente destinadas à disciplina da realização das Ofertas, derogam, nesse tocante, aquelas estabelecidas na Seção II do Capítulo IV da Instrução 505.

65. Embora, a rigor, desnecessário, parece-me prudente esclarecer que o raciocínio acima exposto não tem por consequência dispensar os intermediários da obrigação, prevista no art. 20 da Instrução 505, de adoção de regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens. Ocorre apenas que tais medidas – que abrangem operações em geral, realizadas com valores mobiliários nos mercados regulamentados – não alcançam aos negócios intermediados no âmbito de Ofertas.

²⁴ “§ 3º O líder da distribuição, com expressa anuência da ofertante, organizará plano de distribuição, que poderá levar em conta suas relações com clientes e outras considerações de natureza comercial ou estratégica, do líder e do ofertante, de sorte que as Instituições Intermediárias deverão assegurar: I - que o tratamento aos investidores seja justo e equitativo; (...)”

2.2 Pessoas vinculadas aos intermediários

66. Nesse ponto, não vislumbro qualquer razão para entender que o disposto nos aludidos arts. 1º, VI, e 25 da Instrução 505 seja conflitante com a regulamentação das Ofertas da Instrução 400. Esta Instrução trata das pessoas vinculadas a intermediários participantes das Ofertas em apenas dois dispositivos. O primeiro é § 2º do art. 33 segundo o qual “*na hipótese de vinculação societária, direta ou indireta, entre o ofertante ou seu acionista controlador e a instituição líder ou seu acionista controlador, tal fato deverá ser informado com destaque no Prospecto.*” Tal regra, contudo, refere-se exclusivamente ao potencial conflito de interesse que pode resultar do vínculo societário existente entre a instituição líder da Oferta e o ofertante (ou seu acionista controlador). Ela não guarda, portanto, qualquer relação com o disposto nos arts. 1º, VI, e 25 da Instrução 505.

67. O segundo é o art. 55 da Instrução 400 – mencionado pela consulente – de acordo com o qual “*no caso de distribuição com excesso de demanda superior em um terço à quantidade de valores mobiliários ofertada, é vedada a colocação de valores mobiliários em controladores ou administradores das Instituições Intermediárias e da emissora ou outras pessoas vinculadas à emissão e distribuição, bem como seus cônjuges ou companheiros, seus ascendentes, descendentes e colaterais até o 2º grau*”.

68. No entanto, como se vê, tal preceito não pretende definir quem é considerado vinculado aos intermediários vinculados às Ofertas. Tampouco procura regulamentar por meio de quais intermediários as pessoas vinculadas a uma delas podem adquirir os valores distribuídos nas Ofertas. Não se verifica, portanto, qualquer antinomia entre essa norma da Instrução 400 e os já mencionados dispositivos da Instrução 505 (arts. 1º, VI, e 25).

69. A consulente argumenta, todavia, que a aplicação do disposto no art. 25 da Instrução 505 às Ofertas inviabilizaria a aquisição dos valores ofertados por parte de investidores que sejam vinculados a uma instituição não participante da distribuição. Concordo que uma primeira leitura do disposto no art. 25 poderia levar a tal entendimento, que, por razões evidentes, não é desejável nem proporcional aos fins almejados pela norma.

70. Creio, porém, que tal dificuldade é superada ao se ter em conta uma interpretação do dispositivo em apreço mais afinada com a sua função. Se é certo que o preceito obriga as pessoas vinculadas a determinado intermediário a operarem por meio dele, também é certo que não se pretende, por meio da norma, restringir a atuação dessas pessoas nos mercados regulamentados de valores mobiliários, impedindo-as de realizar determinadas operações.

71. Tanto é assim que o § 1º, inciso II, do art. 25 ressalta que o disposto no *caput* não se aplica “às pessoas vinculadas ao intermediário, em relação às operações em mercado organizado em que o intermediário não seja pessoa autorizada a operar”. Como se vê, se o intermediário estiver

autorizado a operar em determinado mercado organizado, as pessoas a ele vinculadas não tem alternativa senão realizar operações no mercado por meio dele. No entanto, caso não possua a autorização, assiste às pessoas a ele vinculadas o direito de efetuar as operações por meio de outro intermediário (que, evidentemente, devem contar com a aludida habilitação). Desse modo, evita-se a imposição de desproporcional e injustificada restrição à legítima atuação dessas pessoas nos mercados de valores mobiliários.²⁵

72. Concordo com a SMI que a hipótese suscitada pela consulente é análoga à contemplada na regra permissiva acima considerada. Em ambas as situações, há um fato objetivo que impede o intermediário de realizar determinada operação – seja porque não está autorizado a operar em determinado mercado organizado, seja porque não participa da distribuição dos valores mobiliários ofertados publicamente – e, por identidade de razões, deve-se admitir, em um caso como em outro, que as pessoas a ele vinculadas possam efetuar tal operação por meio de outro intermediário.

73. Sendo assim, entendo que o disposto no art. 25 da Instrução 505 deva ser interpretado da seguinte maneira:

- (a) caso o intermediário participe da distribuição da Oferta, as pessoas a ele vinculadas apenas podem adquirir os valores mobiliários ofertados por meio dele;
- (b) caso o intermediário não participe da distribuição da Oferta, assiste às pessoas a ele vinculadas o direito de transmitir a ordem de aceitação da Oferta a outro intermediário, que participe da distribuição da Oferta.

74. Trata-se, a meu ver, da única interpretação capaz de preservar o sentido e a finalidade da norma em apreço. Entendo, por essa razão, que, por ocasião de eventual revisão da Instrução 505, a SDM deveria avaliar a conveniência de se incluir novo inciso ao § 1º do art. 25, contemplando a exceção aqui apreciada, de modo a facilitar o conhecimento da norma por parte dos participantes do mercado.

75. Feito tal esclarecimento, há de se discutir ainda a aplicabilidade do disposto no art. 20, § 3º, da Instrução 505 às Ofertas. De acordo com o referido preceito, “*em caso de ordens concorrentes dadas simultaneamente por clientes que não sejam pessoas vinculadas e por pessoas vinculadas ao intermediário, ordens de clientes que não sejam pessoas vinculadas ao intermediário devem ter prioridade*”.

76. Nesse ponto, tanto a SRE como a SMI concordam com a consulente de que tal dispositivo não deveria aplicar-se às Ofertas. A meu ver, tal opinião não merece reparos, por duas razões, principalmente. A primeira é que tal preceito integra a Seção II do Capítulo IV da Instrução 505, a

²⁵ Sublinhe-se que a exceção estabelecida no inciso II do § 1º do art. 25 não constava da minuta inicial de instrução que foi submetida à audiência pública, tendo sido incorporada ao texto em virtude de sugestão recebida da BM&FBOVESPA S.A. durante a audiência pública (v. Relatório da Audiência Pública SDM nº 04/2009, p. 57, disponível na página da CVM na rede mundial de computadores).

qual, como um todo, não incide no âmbito das Ofertas, como já visto acima. A segunda resulta da existência, na Instrução 400, de norma que visa ao mesmo objetivo que a regra prevista art. 20, § 3º, da Instrução 505, qual seja, o de evitar que, na execução das ordens dos aceitantes da Oferta, as pessoas vinculadas ao emissor ou aos intermediários sejam favorecidas em detrimento dos demais investidores.

77. De acordo com o art. 55 da Instrução 400: *“no caso de distribuição com excesso de demanda superior em um terço à quantidade de valores mobiliários ofertada, é vedada a colocação de valores mobiliários em controladores ou administradores das Instituições Intermediárias e da emissora ou outras pessoas vinculadas à emissão e distribuição, bem como seus cônjuges ou companheiros, seus ascendentes, descendentes e colaterais até o 2º grau”*.

78. Diante disso, e considerando que a norma estabelecida na Instrução 400 é especial em relação àquela prevista na Instrução 505, é de se concluir que esta última deve ser afastada do âmbito das Ofertas.

2.3 Indicação de diretores

79. Nesse ponto, subscrevo, integralmente, a posição comum da SRE e da SMI. Nos termos do art. 4º da Instrução 505, o intermediário deve indicar um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas na Instrução e outro responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos.

80. Essa divisão interna de funções, estabelecida para todo e qualquer intermediário em atividade nos mercados regulamentados de valores mobiliários, não altera o regime específico de responsabilidade dos administradores da instituição líder de uma Oferta, que se encontra previsto no art. 56-A da Instrução 400. De acordo com esse dispositivo, *“os administradores da instituição líder da oferta, dentro de suas competências legais e estatutárias, têm o dever de zelar pelo cumprimento das obrigações impostas ao líder por esta Instrução.”*

81. Como se vê, todos os administradores, desde que observadas as suas respectivas competências, são alcançados pela norma, não sendo obrigatória, portanto, a indicação de um direito estatutário para responder pelo cumprimento das obrigações impostas à instituição líder da Oferta pela Instrução 400.

2.4 Cadastro de clientes

82. Aqui também, acompanho a opinião da SMI e da SRE. Nos termos do art. 5º²⁶ da Instrução 505, o intermediário participante da Oferta é responsável pelo cadastro dos seus respectivos clientes, não se exigindo da instituição líder da Oferta a elaboração, em duplicidade, do cadastro dos clientes atendidos pelos intermediários integrantes do consórcio de distribuição.

3. Conclusões

83. Ao cabo da análise conduzida ao longo deste voto, entendo que a consulta da ANBIMA deva ser respondida nos termos abaixo indicados.

1. Não precede o entendimento segundo o qual a Instrução 505, *in totum*, seria inaplicável às Ofertas. Cumpre afastar apenas as normas dessa Instrução que se afigurem, efetivamente, colidentes com as disposições da Instrução 400. No mais, os preceitos contidos na Instrução 505 devem ser observados pelos intermediários quando participarem da distribuição de valores mobiliários ofertados publicamente.
2. O ato de aceitação de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, que o cliente transmite ao intermediário, constitui uma ordem, de acordo com o sentido definido no art. 1º, inciso V, da Instrução CVM nº 505, de 2011. Sendo assim, os intermediários participantes de uma oferta devem cumprir as normas estabelecidas na aludida Instrução, que disciplinam o recebimento de ordens.
3. No entanto, as normas da Seção II do Capítulo IV da Instrução CVM nº 505, de 2011, referentes à execução de ordens, não se aplicam no âmbito das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, tendo em vista o regime jurídico específico estabelecido na Instrução CVM nº 400, de 2003, acerca da alocação dos valores distribuídos entre os aceitantes da oferta.
4. Aplicam-se no âmbito das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários a definição de pessoas vinculadas prevista no art. 1º, inciso V, da Instrução CVM nº 505, de 2011, bem como a regra estabelecida no *caput* do art. 25 da mesma Instrução, de modo que as pessoas vinculadas a determinado intermediário participante da distribuição apenas podem adquirir os valores ofertados publicamente por meio do referido intermediário.

²⁶ “Art. 5º O intermediário deve efetuar e manter o cadastro de seus clientes com o conteúdo mínimo determinado em norma específica. (...)”

5. Não obstante, à luz do disposto no art. 25, *caput* e § 1º, inciso II, na hipótese de o intermediário não participar da distribuição da oferta pública, assiste às pessoas a ele vinculadas o direito de transmitir a ordem de aceitação da oferta a outro intermediário, integrante da distribuição.
6. Não se aplica no âmbito das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários a regra prevista no art. 20, § 3º, da Instrução CVM nº 505, de 2011, tendo em vista as normas específicas estabelecidas na Instrução CVM nº 400, de 2003, que regulamentam a alocação dos valores distribuídos entre os aceitantes da oferta.
7. Independentemente de sua participação em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, os intermediários devem, nos termos do art. 4º da Instrução CVM nº 505, de 2011, providenciar a indicação de um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas na Instrução e de outro estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos.
8. Nos termos do art. 5º da Instrução CVM nº 505, de 2011, o intermediário participante de oferta pública de distribuição de valores mobiliários é responsável pelo cadastro de seus respectivos clientes, não se exigindo da instituição líder da oferta a elaboração, em duplicidade, do cadastro dos clientes atendidos pelos intermediários integrantes do consórcio de distribuição.

84. Aproveito para reiterar a minha recomendação para a SDM avaliar, por ocasião de eventual revisão da Instrução CVM nº 505, de 2011, a conveniência de incluir-se novo inciso ao § 1º do art. 25, de modo esclarecer que a regra prevista no *caput* também não alcança a situação em que o intermediário não participa da distribuição dos valores ofertados publicamente.

Rio de Janeiro, 5 de maio de 2015

Original assinado por

Pablo Renteria

DIRETOR