



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 4/2019-CVM/SDM

Rio de Janeiro, 24 de janeiro de 2019.

PARA: SGE

DE: SDM

Assunto: **Deliberação do Colegiado - Processo SEI 19957.000582/2019-71**

Senhor Superintendente-Geral,

1. Trata-se de proposta de edição de Deliberação do Colegiado estabelecendo (i) dispensas com relação a prazos e procedimentos previstos nas ofertas públicas de distribuição registradas; e (ii) a possibilidade da não publicidade da análise de pedidos de registros de ofertas públicas de distribuição e de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação.

Exposição de Motivos da Proposta de Deliberação

2. A Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) tem conduzido estudos para subsidiar a revisão das normas que dispõem sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários com a finalidade de facilitar e agilizar o processo de formação de capital e incrementar a eficiência da regulação do mercado de capitais, tornando-o mais competitivo, reduzindo custos de observância e conciliando tais objetivos com o mandato legal da CVM de proteger os investidores e maximizar o bem-estar econômico decorrente da competição plena, eficiente e íntegra entre seus participantes.
3. Nesse projeto, a SDM tem interagido com diferentes participantes de mercado no Brasil e identificado tendências nos mercados de outras jurisdições, tais como a significativa redução do número de ofertas públicas iniciais, a concentração de capital aberto em empresas de grande porte e o uso disseminado e crescente de capital privado, menos regulado e com menor transparência. Observou-se, ainda, importantes aperfeiçoamentos regulatórios realizados no período por diversas jurisdições em face destas tendências.
4. Nesse contexto, os dois pontos tratados no presente documento são de plena aceitação entre os participantes de mercado consultados até o presente momento e já são adotados em jurisdições com mercados desenvolvidos. Trata-se de duas possíveis alterações nas normas aplicáveis a todas as ofertas públicas registradas de distribuição de valores mobiliários, com implicações na regra de registro de companhias abertas, que atualmente parecem onerar excessivamente os agentes de mercado sem um correspondente benefício em termos de segurança jurídica, eficiência e proteção aos investidores. Tais alterações dizem respeito à análise pública dos pedidos de registro e à vedação do deferimento de registro de ofertas nos 16 dias que antecedem a divulgação de informações periódicas pelos emissores (o chamado *blackout period*).
5. Com a presente iniciativa, pretende-se criar um ambiente regulatório experimental que permita observar, por um determinado tempo – qual seja, até a publicação da nova Instrução sobre ofertas públicas de valores mobiliários – o funcionamento dos procedimentos propostos, de modo que a verificação empírica de custos e benefícios possa subsidiar a decisão quanto à inclusão permanente, ou não, desses procedimentos nas novas regras.
6. Durante a vigência da Deliberação proposta, será possível avaliar os efeitos das alterações ou, por outro lado, a ocorrência de casos que justifiquem a manutenção dos ônus regulatórios. As alterações poderão ser incorporadas quando da edição da nova instrução sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários ou, então, abandonadas quando da edição da nova norma caso as alterações não se mostrem adequadas, sendo, portanto, revogada a Deliberação proposta em qualquer dos casos.
7. Abaixo, cada uma das iniciativas é analisada separadamente.

Análise Reservada de Pedidos de Registro

8. Atualmente, é dada plena publicidade aos pedidos de registro de ofertas públicas assim que são protocolados na CVM. A publicidade é um princípio constitucional que informa a atuação da Administração Pública. Adicionalmente, em se tratando de companhias abertas, a informação sobre a potencial realização de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários pode consubstanciar um fato relevante, capaz de afetar decisões de investimento em valores mobiliários.
9. A Lei de Acesso à Informação (Lei 12.527/2011), que estabelece os procedimentos destinados a assegurar o direito fundamental de acesso à informação, tem como diretriz a observância da publicidade como preceito geral e do sigilo como exceção, consagrando, desta forma, o adágio “acesso é regra, sigilo é exceção”.
10. Esta lei foi regulamentada pelo Decreto nº 7.724/2012, o qual expressamente descreve duas exceções relevantes ao regime geral de acesso.
11. Em primeiro lugar, em seu art. 6º, inciso I, o referido Decreto afasta o acesso à informação nas hipóteses de sigilo previstas na legislação, especialmente no caso de operações e serviços no mercado de capitais e sigilo comercial e profissional.
12. Em segundo lugar, no § 2º do art. 5º, as disposições do Decreto não se aplicam às “informações relativas à atividade empresarial de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado obtidas pelo Banco Central do Brasil, pelas agências reguladoras ou por outros órgãos ou entidades no exercício de atividade de controle, regulação e supervisão da atividade econômica cuja divulgação possa representar vantagem competitiva a outros agentes econômicos”.
13. Tal regra é, sem dúvida, informada pelo princípio da livre concorrência, também de estatura constitucional, tendo em vista que as informações em questão podem comprometer a competitividade de sociedades empresárias que venham a submeter suas demonstrações financeiras e outras informações relativas às atividades que desempenham a órgãos reguladores, tais como a CVM.
14. Vale ressaltar, ainda, que a própria Lei de Acesso à Informação, em seu art. 7º, § 3º, determina que “o direito de acesso aos documentos ou às informações neles contidas utilizados como fundamento da tomada de decisão e do ato administrativo será assegurado com a edição do ato decisório respectivo”.
15. Numa interpretação *a contrario sensu* deste dispositivo, enquanto não for editado um ato decisório respectivo, tal como um registro de emissor ou um registro de oferta pública, o direito de acesso aos documentos ou informações nele contidas ainda não é pleno, sendo autorizada sua retenção pelo órgão ou entidade da Administração Pública que conduz o processo administrativo.
16. Ademais, é importante frisar que os dispositivos da Lei de Acesso à Informação e do Decreto que a regulamenta não destoam do art. 8º, § 2º, da Lei 6.385/1976, segundo o qual “serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal”.
17. Considerando o dispositivo acima e tendo em vista a competência normativa prevista no art. 19, § 5º, da Lei nº 6.385/1976, a regulamentação expedida pela CVM referente às ofertas públicas previu dois dispositivos permitindo a adoção do procedimento de análise confidencial dos pedidos de registro de distribuição pública de valores mobiliários.
18. A Instrução CVM nº 400/2003, em seu art. 57, permite à CVM observar o procedimento de análise preliminar confidencial na hipótese de ofertas simultâneas no Brasil e no exterior que demandem registro também no exterior. O objetivo de tal dispositivo é compatibilizar procedimentos de análise confidencial no exterior com o procedimento de registro no Brasil, pois poderia haver hipóteses em que a publicidade dada pela CVM à análise do pedido de registro no Brasil constituiria, inclusive, violação de normas de publicidade relativas a ofertas no exterior.
19. Além disso, o art. 9º, § 1º, da Instrução CVM nº 358/2002 refere-se à possibilidade de adoção de procedimento de análise preliminar confidencial para pedidos de registro de distribuição pública de valores mobiliários, hipótese que dispensaria o ofertante de divulgar fato relevante a respeito de uma oferta pública de distribuição deliberada.
20. Convém esclarecer que a presente proposta não consubstancia alteração de norma de Instrução da CVM por meio de Deliberação. Nem a Instrução CVM nº 400/2003, nem a Instrução CVM nº 480/2009, contêm regras expressas quanto à publicidade dos processos administrativos relacionados aos pedidos de registro de ofertas públicas ou de emissores de valores mobiliários. A publicidade decorre, como exposto, da Constituição, – em harmonia com os demais princípios constitucionais –, da Lei 6.385/1976, e das normas editadas pela CVM, em consonância com as disposições da Lei do Acesso à Informação e seu Regulamento.
21. O regime de acesso à informação, como procuramos demonstrar, encontra limites que justificam a alteração aqui apresentada, que representa uma manifestação da discricionariedade da CVM acerca do sigilo às informações sobre pedidos de registro de emissor e de oferta pública, até que o registro seja deferido, o aviso ao mercado e prospecto tornados públicos ou, nos casos de desistência ou indeferimento, que as informações de companhias fechadas não sejam tornadas públicas, dado que tais companhias não acessaram a

- poupança popular e a divulgação destas informações representaria um tratamento anti-isonômico e desproporcional destas companhias em face de suas concorrentes.
22. No que se refere aos aspectos práticos, deve-se levar em consideração as incertezas sobre o resultado de uma oferta pública de distribuição, especialmente em companhias em processo de abertura de seu capital.
 23. Nesse sentido, a apresentação de pedidos de registro que sejam públicos pode criar dificuldades e obstáculos para a atração de novos emissores, tendo em vista que tais emissores pela primeira vez estarão submetendo de forma pública informações até então confidenciais sobre seus negócios e atividades a terceiros, sem quaisquer garantias de sucesso da distribuição, a depender de circunstâncias de mercado, tais como volatilidade e interesse dos investidores.
 24. Além disso, é comum que empresas que estejam em processo de abertura de capital para realizar uma oferta inicial, também estejam concomitantemente participando de operações privadas de capitalização, típicas de operação de M&A. Tais estratégias de capitalização, que o mercado convencionou chamar de *dual-track financing*, são comumente adotadas pelos emissores como forma de dar mais segurança e previsibilidade a suas estratégias de captação.
 25. Contudo, a própria abertura de informações confidenciais da emissora pode fazer com que eventuais investidores em um potencial M&A se desinteressem pelo investimento ou exijam descontos no preço dos ativos.
 26. É importante ressaltar que a confidencialidade proposta aplica-se ao pedido de registro e não ao registro propriamente dito – a publicidade ainda restará assegurada, mas será diferida com o intuito de evitar potenciais prejuízos ao futuro ofertante. Assim, as informações se tornarão públicas em um momento posterior, quando efetivamente o ofertante e a instituição líder estiverem prontos a começar a captar intenções de investimento. Tal possibilidade poderia tornar mais atraente a realização de ofertas públicas para esses emissores.
 27. No tocante aos emissores já registrados que solicitem o registro de oferta subsequente sob reserva, propõe-se que este indique, no momento da solicitação, o período em que tal reserva deve ser mantida pela CVM nos casos de desistência ou indeferimento. Essa indicação busca preservar, por parte da CVM, o sigilo quanto a uma informação que é da companhia e que, eventualmente, pode ser considerada estratégica por ela. Esse período deve considerar o prazo a partir do qual tal informação pode ser fornecida sem prejudicar interesse legítimo da companhia.
 28. Nos Estados Unidos, por meio do *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*, de 2012, uma série de ajustes nas normas do mercado de valores mobiliários foi promulgada para promover o mercado de capitais após a crise de 2008, com a flexibilização de determinados custos regulatórios.
 29. Dentre essas “inovações regulatórias”, destaca-se a possibilidade de submissão confidencial de pedido de registro de oferta pública perante a *Securities and Exchange Commission (SEC)*. Essa regra inicialmente seria aplicada somente em ofertas iniciais (IPOs) de *Emerging Growth Companies (EGCs)*.
 30. Em 2017, a SEC ampliou a possibilidade de submissão confidencial a qualquer companhia em processo de IPO e para outras ofertas registradas realizadas dentro do prazo de um ano a contar de registro da emissora como companhia aberta.
 31. De outro lado, para as companhias com ações já negociadas no mercado de valores mobiliários, embora a divulgação de informações em si não seja um problema, o procedimento de revisão confidencial poderia reduzir o potencial de exposição prolongada a flutuações de mercado (*overhang*) que podem afetar adversamente o processo de oferta e prejudicar os acionistas existentes.
 32. A presente proposta representa, assim, uma adequada ponderação do princípio da transparência para companhias que já são abertas – e, portanto, já acessam a poupança popular e cuja informação acerca de ofertas subsequentes pode influenciar a tomada de decisão, pelos investidores, sobre negócios que venham a fazer com valores mobiliários de emissão destas companhias.
 33. Com o intuito de dirimir qualquer dúvida sobre a taxa de pedido de registro, é forçoso explicitar que esta é devida quando do pedido de registro, como contrapartida ao exercício do poder de polícia da CVM de revisar as informações prestadas, embora em caráter reservado.
 34. Vale esclarecer, ainda, que as informações relacionadas à atividade empresarial que terão tratamento reservado não poderão, a depender do caso concreto, ser objeto de negativa da parte da CVM a órgãos de controle estatais tais como Ministério Público e Tribunais de Contas. Nesses casos, a prestação das informações ocorrerá com a ressalva da respectiva transferência do dever de sigilo.
 35. No tocante à dispensa da aplicação do art. 7º da Instrução CVM 471/2008, o fundamento desta proposta por meio de Deliberação encontra-se no art. 5º da mesma Instrução, que autoriza a entidade autorreguladora a dispensar requisitos da norma em casos de pedidos formulados pelo ofertante. Se há permissivo para que a entidade autorreguladora possa dispensar requisitos da referida Instrução sob provocação, então com muito mais razão, há autorização para que o regulador, de ofício, possa dispensar tais requisitos.

Exclusão da Regra de Vedação ao Registro no *Blackout Period*

36. Atualmente, o art. 14, § 4º, da Instrução CVM nº 400/2003 veda o deferimento do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no período que se inicia no 16º (décimo sexto) dia que antecede qualquer divulgação de informações periódicas da emissora e se encerra na data de sua efetiva divulgação.
37. Essa regra visa principalmente evitar que uma oferta pública ocorra sem a informação mais atualizada e que esteja em vias de ser divulgada.
38. Além disso, a vedação busca também evitar que o emissor ou o ofertante, que são pessoas que têm potencialmente acesso às informações periódicas antes de sua divulgação ao mercado, possam negociar os valores mobiliários objeto da oferta pública de posse de tais informações, o que configuraria uma situação de potencial uso de informação privilegiada por tais agentes de mercado. Trata-se de regra que compatibiliza a mesma vedação existente para os administradores das companhias.
39. A despeito dos legítimos objetivos que a norma busca atingir, tal vedação pode resultar em obstáculos e complexidade adicionais aos ofertantes e intermediários na estruturação das operações de distribuição e na elaboração dos cronogramas para a concretização das ofertas públicas, o que contribui para tornar a realização das ofertas públicas no mercado de valores mobiliários nacional mais desafiadora que em outras jurisdições.
40. Um dado relevante é que, na prática, a vedação em comento implica que, somados todos os períodos de vedação, o deferimento do registro de uma oferta pública é vedado em 64 (sessenta e quatro) dias do ano.
41. Vale ressaltar que a Instrução CVM nº 400/2003 contém uma série de deveres e responsabilidades do ofertante, da instituição líder e demais intermediários nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Tais obrigações compreendem, dentre outras, assegurar a veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição, notadamente no que se refere ao conteúdo do Prospecto e demais informações apresentadas para fins de registro.
42. Portanto, já cabem ao ofertante e aos intermediários, especialmente à instituição líder, avaliar se os documentos da oferta contêm as informações relevantes necessárias à tomada de decisão pelo investidor.
43. A questão envolve determinar se a iminência da divulgação de novas informações financeiras periódicas constituiria razão suficiente para justificar aguardar sua divulgação e inserção nos documentos da oferta. Pode haver casos em que as novas informações periódicas em elaboração não contenham alterações de tendências de resultados ou outras novidades que alterem de forma relevante a expectativa do mercado sobre as atividades da emissora. Ou outros em que haverá, sim, informações relevantes que não atendam às expectativas do mercado.
44. Nesse sentido, a emissora, o ofertante (quando for o caso), a instituição líder e o auditor independente, que cumpre papel importante na emissão de carta de conforto relativamente às ofertas públicas de distribuição, na forma do Comunicado Técnico IBRACON nº 01/2015, são os que dispõem de melhores informações e condições de avaliar se a divulgação de novas informações periódicas causará surpresa ou não ao público destinatário da oferta, e claro, deverão tomar as medidas necessárias para evitar que a oferta se inicie sem que a informação relevante que possa impactar a decisão dos investidores esteja devidamente refletida no prospecto.
45. Nos Estados Unidos, o *Public Company Accounting Oversight Board*, órgão criado pela Lei *Sarbanes-Oxley* em 2002 para fiscalizar a auditoria das companhias abertas, na norma que trata das cartas de conforto para instituições intermediárias em ofertas públicas (AS 6101), estabelece, de uma forma geral, como limite para a emissão de carta de conforto em conexão com ofertas públicas o 13º dia após o final do período a que se referem as informações financeiras em questão.
46. Tais restrições, que têm como objetivo assegurar que as ofertas públicas sejam realizadas com informações atualizadas disponíveis, permitem que as ofertas sejam feitas inclusive durante o período de 16 (dezesseis) dias que antecede o prazo limite para divulgação de informações financeiras.
47. Portanto, propõe-se, em caráter experimental, para as ofertas públicas de distribuição realizadas sob a égide da Instrução CVM nº 400/2003, permitir que o registro seja deferido durante o chamado *blackout period*.
48. Esta proposta tem como base a autorização do art. 4º da Instrução CVM nº 400/2003, que permite à Autarquia dispensar alguns dos requisitos do registro, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos naquela Instrução.
49. Tal permissão, contudo, não afasta a responsabilidade do ofertante, da emissora e da instituição líder de verificar se o prospecto contém as informações necessárias e suficientes para a tomada de decisão de investimento pelo público investidor.
50. Acredita-se, assim, que à luz dessas obrigações, estes agentes, juntamente com os auditores independentes, terão condições de decidir quando a pendência de divulgação de novas informações financeiras, até as datas-limite de sua divulgação previstas em lei e nas normas regulatórias aplicáveis, será empecilho ou não à obtenção do deferimento do registro da oferta pública.
51. Por todo o acima exposto, solicitamos a essa SGE o encaminhamento do Processo em referência para superior apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SDM como relatora do caso.

Atenciosamente,

Claudio R. B. Benevides
Chefe

De acordo. Ao SGE.

Antonio Carlos Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Constituição da República, art. 5º, XXXIII e art. 37.

Decreto nº 7.724/2012, Art. 6º O acesso à informação disciplinado neste Decreto não se aplica: I - às hipóteses de sigilo previstas na legislação, como fiscal, bancário, de operações e serviços no mercado de capitais, comercial, profissional, industrial e segredo de justiça;

Constituição da República, art. 170, IV.

EGCs são, em síntese, companhias com receita bruta inferior a USD 1 bilhão.

Instrução CVM 471/2008, Art. 7º O ofertante deve divulgar ao mercado que protocolou o pedido de análise prévia para registro de oferta pública de distribuição na entidade auto-reguladora, na data do protocolo.

Instrução CVM 471/2008, Art. 5º É facultado aos ofertantes formular pedidos de dispensa de requisitos ou de registro, por meio da entidade auto-reguladora conveniada, no âmbito do procedimento simplificado.

Instrução CVM 400/2003, Art. 14, § 4º A CVM não deferirá o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no período que se inicia no décimo sexto dia que antecede qualquer divulgação de informações periódicas da emissora e se encerra na data de sua efetiva divulgação.

<https://pcaobus.org/Standards/Auditing/Pages/AS6101.aspx>



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Carlos Berwanger, Superintendente**, em 19/02/2019, às 18:17, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Cláudio do Rego Barros Benevides, Analista**, em 19/02/2019, às 18:48, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0693810** e o código CRC **92700E2F**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0693810 and the "Código CRC" 92700E2F.

Referência: Processo nº 19957.000582/2019-71

Documento SEI nº 0693810