



RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM

Processo nº RJ 2008/6527 - Audiência Pública nº 01/2009

Assunto: Alterações na Instrução que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário.

1. Introdução

O objeto da Audiência Pública nº 01/2009 é a minuta de Instrução que propõe alterar algumas regras sobre o registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários previstas na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“Minuta”). A CVM recebeu comentários entre os dias 26 de março e 26 de maio de 2009.

As propostas trazidas na Minuta pretendiam harmonizar a Instrução CVM nº 400, de 2003: (i) com as regras da recém-editada Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados; (ii) com as regras da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários em mercados regulamentados; e (iii) com a experiência acumulada na aplicação da Instrução CVM nº 400 desde a sua edição, em 2003.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) novidades em relação à audiência pública; (iv) comentários sobre a minuta; (v) outras propostas; e (vi) nova instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas no processo de audiência pública e a proposta definitiva de instrução. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.



2. Participantes

Participaram da audiência pública:

- i. ABBI - Associação Brasileira de Bancos Internacionais
- ii. ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas
- iii. ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento
- iv. ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
- v. Banco Santander (Brasil) S.A.
- vi. BM&FBOVESPA S.A.
- vii. IBRACON - Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
- viii. IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
- ix. IBRI - Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
- x. Grebler Advogados
- xi. Henrique Lang
- xii. Law Offices Carl Kincaid - Mendes Vianna Advogados Associados
- xiii. Souza, Cescon Avedissian, Barrieu e Flesch Advogados
- xiv. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE

3. Novidades em relação à audiência pública

A Minuta é parte das alterações propostas pela CVM para implementação de um modelo de registro inspirado no que a **International Organization of Securities Commissions - IOSCO** chama de **‘shelf registration system’**¹.

A CVM expõe as razões pelas quais acredita que o **‘shelf registration system’** é desejável e compatível com a realidade do mercado brasileiro nos Editais de Audiência Pública nº 7, de 2008, e nº 1, de 2009.

De acordo com esse modelo, todas as informações referentes ao emissor, tais como, atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre tais dados, valores mobiliários emitidos, operações com partes relacionadas, são reunidas em um único documento que a IOSCO chama de **‘shelf document’** e a Instrução nº 480, de 2009, chamou de formulário de

¹ **Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration System**, Março de 2001.



referência. Esse documento é arquivado junto ao órgão regulador e é atualizado regularmente.

Ao realizar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o emissor elabora somente um documento suplementar, relativamente curto, que a IOSCO chama de **‘offering note’**. O **‘offering note’** contém informações sobre o valor mobiliário ofertado e as características e condições da oferta. O conjunto desses dois documentos – **‘shelf document’** e **‘offering note’** – fornece ao investidor todas as informações de um prospecto convencional. Assim, o formulário de referência somado aos itens 1 a 4 (parcial) e 8 a 10 do Anexo III da Instrução nº 400, de 2003 (conforme numeração vigente até 1º de agosto de 2010), forneceriam todas as informações necessárias para uma decisão de investimento.

Por isso, a Minuta que foi proposta na audiência pública impunha a incorporação do formulário de referência no prospecto em qualquer oferta pública de valores mobiliários de emissão de emissora sujeita ao sistema de registro da Instrução nº 480, de 2009. Concomitantemente, a Minuta facultava ao emissor omitir os itens 4 a 7 do Anexo III da Instrução nº 400, de 2003 (conforme numeração vigente até 1º de agosto de 2010), porque tais informações já estariam contidas no formulário de referência, obrigatoriamente incorporado ao prospecto, ou pela inclusão física ou pela referência ao endereço eletrônico no qual poderia ser encontrado.

Essa medida permitia a existência de dois tipos de prospecto. Assim, seria possível a existência de um tradicional, já regulado pela Instrução nº 400, de 2003, no qual a informação é apresentada de maneira muito mais livre e, muitas vezes, com um grau de detalhe inferior ao exigido no formulário de referência. Adicionalmente, o emissor poderia optar por um prospecto formado pelo formulário de referência e os itens 1 a 4 (parcial) e 8 a 10 do Anexo III (conforme numeração vigente até 1º de agosto de 2010).

No processo de discussão das sugestões que vieram da audiência pública, a CVM percebeu que permitir a existência do modelo tradicional de prospecto, concomitantemente com a incorporação obrigatória do formulário de referência, poderia gerar uma arbitragem indesejável. Isto porque esse modelo poderia permitir que o emissor, em alguma medida, escolhesse informações e os respectivos níveis de detalhamento e destaque que teriam no prospecto, uma vez que as informações



completas estariam sempre incorporadas por referência, mas não necessariamente inclusas no prospecto. Assim, poderiam existir prospectos com informações selecionadas e fora do padrão desejável que apenas remetessem os investidores às informações mais completas do formulário.

Por esta razão, a CVM decidiu revisitar os itens 4 (parcialmente) e 5 a 7 do Anexo III da Instrução nº 400, de 2003 (conforme numeração vigente até 1º de agosto de 2010), eliminando qualquer duplicidade com o conteúdo do formulário de referência e manter a obrigatoriedade da incorporação do formulário ao prospecto (fisicamente ou por referência ao endereço eletrônico onde possa ser encontrado). Deste modo, todos os prospectos terão informações uniformes em relação ao emissor.

Essa decisão está refletida na redação da Instrução em diversos trechos e gerou alguns outros ajustes.

O primeiro e mais óbvio dos ajustes é a exclusão dos comandos que impediam o prospecto de modificar ou complementar o formulário de referência, uma vez que a informação do emissor estará toda contida no formulário de referência.

A segunda alteração relevante é a regulamentação do sumário do emissor. A elaboração de um sumário é uma prática bastante comum no mercado e a CVM entende que não é desejável eliminá-la. No entanto, o sumário é o único local do prospecto no qual informações sobre o emissor aparecem fora do formulário de referência. Para evitar que as informações do sumário chamassem a atenção do investidor somente para aspectos positivos do emissor, a CVM resolveu estabelecer alguns critérios para sua elaboração, por meio da inserção de dois parágrafos no art. 40 da Instrução, a saber:

“§ 2º A inclusão do item 1-A do Anexo III – “sumário da emissora” – nos Prospectos é facultativa.

§ 3º Caso o ofertante decida incluir o item 1-A no Prospecto, o sumário da emissora:

I - não deve ultrapassar 15 (quinze) páginas;

II - deve ser consistente com o formulário de referência;



III - deve mencionar, na primeira página e em destaque, a seguinte frase: “[e]ste sumário é apenas um resumo das informações da emissora. As informações completas sobre a emissora estão no formulário de referência, leia-o antes de aceitar a oferta.”; e

IV - deve destacar os 5 (cinco) principais fatores de risco relativos à emissora.”

O objetivo desta inserção é harmonizar as práticas de mercado ao novo modelo de prospecto, bem como assegurar que o investidor tenha acesso a toda a informação de que necessita para uma decisão refletida de investimento e evitar abuso na elaboração dos sumários.

4. Comentários sobre a minuta

4.1 Sobre a admissão à negociação de cotas de fundos em mercados regulamentados (Art. 2º)

A BM&FBOVESPA acredita que a redação do art. 2º, § 1º, inciso III, não deixa claro em quais mercados as cotas de fundos de investimento fechados podem ser negociadas, em especial, considerando que o disposto no art. 14 da Instrução CVM nº 476, de 2009, define que os valores mobiliários ofertados de acordo com a referida instrução poderão ser negociados nos mercados de balcão organizado e não organizado, mas não em bolsa.

A CVM entende que os esclarecimentos sugeridos não são necessários porque o comando remete aos limites e restrições estabelecidos nas normas que tratam de ofertas públicas com esforços restritos, que estão claramente previstos nos arts. 13 a 16 da Instrução CVM nº 476, de 2009.

ABRASCA e Souza, Cescon Advogados sugerem a manutenção da atual redação do § 1º, que se refere a valores mobiliários em geral (e não apenas a cotas de fundos de investimento).

De acordo com tais participantes, apesar de a Instrução CVM nº 480, de 2009, disciplinar a admissão à negociação de valores mobiliários emitidos por emissores que



não sejam fundos de investimento, a manutenção de tal dispositivo não gera prejuízos e, ainda, facilita a leitura pelos investidores, que já estão acostumados a analisar a Instrução CVM nº 400, de 2003.

As regras sobre negociação de valores mobiliários estão, a partir da edição da Instrução CVM nº 480, de 2009, estabelecidas naquela Instrução, em conjunto com as regras de registro, de divulgação de informações e de obrigações da emissora. A CVM entende que as regras de negociação em mercados regulamentados estão mais bem dispostas junto às regras de registro da emissora do que estariam se estivessem acopladas às regras de ofertas públicas.

A duplicidade de normas regulando o mesmo fato é indesejável e pode causar confusão e prejudicar o investidor.

Por estas mesmas razões o comando contido no § 1º do art. 2º foi transferido para a Instrução nº 409 de 18 de agosto de 2004. Assim, as normas relativas à negociação dos fundos estarão junto das normas de registro desses veículos.

Desse modo, os §§ 1º e 2º, da Instrução CVM nº 400, de 2003, foram revogados.

4.2 Dispensa automática de lote único e indivisível (Art. 5º, II)

Quanto à forma de divulgação da oferta pública de lote único e indivisível de valores mobiliários, ABBI, ANDIMA e Santander sugerem que a norma esclareça que não é necessária qualquer comunicação prévia à CVM. A comunicação sobre o encerramento da emissão, nos moldes do art. 8º da Instrução CVM nº 476, de 2009, seria necessária somente **a posteriori**.

Os parágrafos do art. 5º foram revisitados e a CVM acredita ter atendido ao pleito dos participantes.

ABRASCA e Souza, Cescon Advogados alegam que não deve haver limitação por qualquer período que seja, já que a oferta de lote único e indivisível não alcança o público em geral, mas, sim, apenas um único investidor (ou alguns investidores, caso estes pertençam ao mesmo grupo econômico), o que não se confunde com as ofertas



objeto da Instrução CVM nº 476, de 2009. Neste sentido, os participantes sugerem a exclusão dos §§ 1º e 2º.

Caso seja necessário o estabelecimento de limites, os participantes defendem a adoção de um prazo inferior a 4 meses (por exemplo, 1 mês) ou aplicável apenas para ofertas de lote único e indivisível cujos investidores não sejam qualificados.

Na mesma linha, a ANBID sugere a exclusão do § 1º, por entender que o prazo de 4 meses é longo demais, uma vez que as ofertas de lote único e indivisível são normalmente utilizadas como instrumentos de crédito. Além disso, na opinião da participante, a CVM teria sempre a possibilidade de exercer seu poder de polícia e impedir a realização de múltiplas ofertas estruturadas de forma fraudulenta ou artificial, quando tiverem essência de uma única oferta a diversos investidores.

A CVM entende que as regras de dispensa de registro de ofertas públicas de valores mobiliários devem ser harmônicas. Assim, os casos de dispensa de registro disciplinados pelo art. 5º da Instrução nº 400, de 2003, e as ofertas com esforços restritos que também são dispensadas de registro, reguladas pela Instrução CVM nº 476, de 2009, devem ter tratamento semelhante. Por esta razão, a redação original foi mantida.

A ANDIMA acredita ser importante que a CVM disponha expressamente sobre a negociabilidade automática dos lotes no mercado regulamentado correspondente à categoria daquele emissor e, também, sobre a possibilidade e condições de desmembramento desse lote único e indivisível.

Nos casos em que o ofertante não for emissor registrado na CVM, a ANDIMA sugere que a negociabilidade deste lote único e indivisível esteja sujeita às mesmas restrições impostas à negociação de valores mobiliários objeto de oferta pública com esforços restritos de distribuição, na medida em que não existe diferença substancial no caráter de tais ofertas.

A regra da dispensa automática de registro por colocação de lote único e indivisível pressupõe que os valores mobiliários objeto da oferta não serão negociados em mercados regulamentados.



No caso de fundos fechados, as cotas distribuídas publicamente, nos moldes da dispensa deste inciso II, somente serão negociadas se cotas do mesmo tipo já estiverem admitidas à negociação, ou desde que se obtenha o registro de negociação, mediante apresentação de prospecto, conforme artigo inserido na Instrução CVM nº 409, de 2004.

4.3 Dispensa automática para ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de microempresas e empresas de pequeno porte (Art. 5º, III)

A ABRASCA entende que as ofertas de microempresas e empresas de pequeno porte devem ser registradas na CVM, independentemente do valor da oferta, já que essas empresas, usualmente, não têm exposição no mercado e, conseqüentemente, não são monitoradas pelo público investidor.

ABRASCA e Souza, Cescon Advogados sugerem a dispensa de apresentação de determinados documentos e a redução do valor da taxa de fiscalização da CVM, como exemplos de tratamento diferenciado. Assim, os participantes sugerem a exclusão do inciso III e dos §§ 3º ao 5º do art. 5º da Minuta.

Alternativamente, caso seja necessário estabelecer limites para a utilização da dispensa automática, ABRASCA e Souza, Cescon Advogados propõem a redução do volume máximo sugerido para tais ofertas para que seja limitado (i) a duas vezes o valor do patrimônio líquido da emissora; ou (ii) a R\$ 2.400.000,00, o que for menor.

A CVM considera importante assegurar a micro e pequenas empresas um tratamento diferenciado em consonância com o art. 179 da Constituição da República, por isso, manteve a dispensa de registro de emissão e de submissão a um regime informacional mínimo.

A CVM acredita que os limites propostos pela Minuta são adequados e suficientes para garantir a supervisão e transparência em ofertas de emissores de micro e pequeno porte. Por esta razão, a redação original foi mantida.

O Souza, Cescon Advogados também sugere a alteração do § 4º do art. 5º:



CVM Comissão de Valores Mobiliários

*“§ 2º A emissora deve, previamente ao início da oferta, comunicar à CVM que pretende utilizar a faculdade de dispensa de registro de que trata o inciso III na forma do Anexo IX à presente Instrução, **sem necessidade de aguardar qualquer manifestação por parte da CVM para que a dispensa de registro seja considerada concedida.**”*

A CVM entende que a alteração proposta não é necessária, uma vez que o comando é meramente que se “comunique” à CVM, o que não pode ser inferido como algum tipo de pedido que exija a manifestação da Comissão. Por essa razão, a redação original foi mantida.

O IBRACON acredita que as micro e pequenas empresas devem ser submetidas a algumas regulamentações mínimas por parte da CVM (por exemplo, discussão sobre fatores de risco, demonstrações financeiras auditadas e revisões trimestrais).

O participante defende, ainda, a necessidade de realização de um estudo sobre a possibilidade de qualificar o investidor dos valores mobiliários emitidos nestas condições, bem como a revisão dos parâmetros mínimos para a definição de empresas que poderão acessar o mercado de capitais.

A CVM considera importante assegurar a micro e pequenas empresas um tratamento diferenciado em consonância com o art. 179 da Constituição da República, por isso, manteve a dispensa de registro de emissão e de submissão a um regime informacional mínimo. Estabeleceu, entretanto, padrões que devem ser observados na confecção do material publicitário que eventualmente se pretenda utilizar em tais ofertas.

Quanto à revisão dos parâmetros que definem “microempresas e empresas de pequeno porte”, a CVM preferiu manter como referenciais aqueles que são estabelecidos em lei.

IBGC e Grebler Advogados defendem a utilização das regras previstas na Instrução CVM nº 476, de 2009, que trata das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos pelas empresas de micro e pequeno porte. Para o IBGC, o mecanismo contido na Instrução CVM nº 476, de 2009, reduziria os riscos associados às operações, tendo em vista que o seu ingresso no mercado seria por meio de investidores qualificados.



Embora a disciplina das ofertas públicas com esforços restritos contida na Instrução nº 476, de 2009, torne tais ofertas bem mais flexíveis e menos custosas que as ofertas públicas disciplinadas pela Instrução nº 400, de 2003, a CVM acredita que algumas das exigências presentes na Instrução nº 476, de 2009, podem ser excessivamente onerosas para micro e pequenas empresas, tais como a exigência de um intermediário e informações periódicas mínimas.

Por essa razão, a proposta original foi mantida.

A ABBI propõe que a dispensa concedida a micro e pequenas empresas seja similar àquela prevista em ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, tal como disposto na Instrução CVM nº 476, de 2009, quanto à comunicação do encerramento da oferta. Ademais, entende que a estipulação de valor máximo poderia dificultar ainda mais a implementação de ofertas pelas micro e pequenas empresas.

A CVM acredita que os limites propostos pela Minuta permitem a supervisão adequada das ofertas de emissores de micro e pequeno porte. É importante que a CVM saiba previamente sobre tais ofertas. Por esta razão, a redação original foi mantida.

O Grebler Advogados entende que a formação de capital por meio do mercado de capitais deva se limitar às pequenas empresas, com exclusão das microempresas.

A CVM considera importante assegurar tanto a micro quanto a pequenas empresas um tratamento diferenciado, em consonância com o art. 179 da Constituição da República. Por essa razão, a redação original foi mantida.

A ANDIMA propõe que o valor máximo anual para a realização de ofertas públicas que utilizem esta faculdade seja definido por meio de remissão à Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, de modo a manter a Instrução sempre atualizada em caso de modificações nos valores da norma que define as micro e pequenas empresas.

A CVM entende que os limites propostos são adequados e que eventual alteração nos valores expressos na Lei Complementar nº 123, de 2006, deverá ser analisada pela



CVM antes de adotada em sua regulamentação.

4.4 Registro automático de ofertas públicas de valores mobiliários emitidos por emissora com grande exposição ao mercado (EGEM) (Art. 6º-A)

O IBRI sugere acrescentar o termo “divirjam do”, dando a seguinte redação ao parágrafo 2º:

“§ 2º Para que a emissora possa gozar do registro automático de que trata este artigo, o prospecto não pode conter informações que divirjam do conteúdo do último formulário de referência entregue pela emissora em relação às matérias nele tratadas.”

Ver item 3 do presente relatório.

O Souza, Cescon Advogados entende que o § 2º sugere que qualquer modificação impediria a emissora de gozar do sistema de registro automático. Por isso, sugere a inserção do termo “de forma relevante”, passando o § 2º a vigorar na forma abaixo:

*“§ 2º Para que a emissora possa gozar do registro automático de que trata este artigo, o prospecto não pode conter informações que alterem ou completem **de forma relevante** o conteúdo do último formulário de referência entregue pela emissora em relação às matérias nele tratadas.”*

Ver item 3 do presente relatório.

O Souza, Cescon Advogados sugere modificações no § 3º, para que possa ser prevista a concessão de dispensa de requisitos para o registro nos casos em que o Colegiado tenha previamente autorizado.

A CVM entende que o procedimento célere do registro automático previsto nos arts. 6º-A e 6º-B é incompatível com a previsão de dispensa de requisitos. Por esta razão, a sugestão não foi acatada.

A fim de tornar possível a realização de coleta de intenções de investimento (**bookbuilding**) em ofertas públicas de valores mobiliários emitidos por EGEM, a



ANDIMA sugere o uso do prospecto preliminar a partir do pedido de registro da oferta, com posterior disponibilização de prospecto definitivo.

A sugestão é pertinente e está refletida na Instrução.

4.5 Efeitos do registro automático de ofertas públicas de valores mobiliários emitidos por emissora com grande exposição ao mercado (Art. 6º-B)

A ABBI sugere que os incisos I e II do § 1º sejam excepcionados da proibição de que trata o § 2º, para que a publicação de anúncio de início e a disponibilização do prospecto não sejam interpretadas como esforço de colocação ou de venda, evitando que ofertantes e instituições intermediárias sejam punidos por uma referência-circular da norma.

O § 2º proposto pela Minuta vedava qualquer esforço de venda antes de decorrido o prazo de 5 dias do protocolo do pedido de registro. Tal comando foi eliminado na versão final da Instrução. Assim, o comentário perdeu o objeto.

A ABRASCA reiterou seus comentários enviados por ocasião da audiência pública nº 07/2008, especificamente com relação aos requisitos que devem ser atendidos para que um emissor de valores mobiliários seja caracterizado como EGEM.

Vide o Relatório de Análise SDM, Parte II, da Audiência Pública nº 07/2008, divulgado em 7 de dezembro de 2009.

A ANBID, por entender não ser possível a entrega dos documentos quando do protocolo do pedido na CVM, já que nas ofertas públicas de ações a publicação do anúncio de início e a disponibilização do prospecto definitivo só ocorrem após o encerramento do procedimento de **bookbuilding** e a precificação da oferta, sugere que o pedido da oferta desse tipo de emissora seja acompanhado da minuta de anúncio de início ou do aviso ao mercado e do prospecto preliminar.

Sugere também que seja feita alguma referência quanto à obrigatoriedade da liquidação financeira da operação em, pelo menos, 5 dias úteis do protocolo da documentação, permitindo assim que a CVM tenha tempo hábil para analisar os documentos e enviar eventuais exigências.



A CVM revisitou o dispositivo e entende ter atendido ao pleito da participante.

Do mesmo modo, a ANDIMA, a fim de tornar possível a realização de coleta de intenções de investimento (**bookbuilding**), sugere as alterações na redação do art. 6º-B para que seja permitido o uso do prospecto preliminar quando do pedido de registro de oferta.

A CVM revisitou o dispositivo e entende ter atendido ao pleito da participante.

A BM&FBOVESPA acredita que a redação do § 1º do art. 6º-B não estaria muito precisa e, por isso, sugere o seguinte texto:

“§ 1º É vedada a realização de qualquer esforço de colocação ou venda, ou a aquisição ou subscrição de valores mobiliários, antes de decorrido o prazo de 5 (cinco) dias úteis referido no caput.”

A CVM revisitou o dispositivo e entende ter eliminado a preocupação da participante.

O IBRI sugere a inserção da palavra “automaticamente” no **caput** do art. 6º-B.

A CVM considera desnecessária a inserção sugerida ao **caput** do art. 6º-B.

O Souza, Cescon Advogados sugere a seguinte redação para o artigo:

“Art. 6º-B Para fins da concessão pela CVM do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários de que trata o art. 6º-A, deverão ser adotadas as seguintes providências:

I – protocolo do pedido de registro na CVM; e

II – disponibilidade do prospecto definitivo para os investidores nos termos do art. 42, § 3º.



CVM Comissão de Valores Mobiliários

§ 1º Observado o disposto nos artigos 8º e 9º desta Instrução, aos pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de que trata o art. 6º - A, serão aplicados os seguintes prazos de análise, de cumprimento de exigências e de verificação do respectivo cumprimento:

I – Prazo de Análise: 5 dias úteis:

II – Prazo de Cumprimento de Exigências: 5 dias úteis; e

III - Prazo de Verificação do Cumprimento de Exigências: 5 dias úteis.

§ 2º A CVM poderá, a qualquer tempo, exigir a adequação das informações prestadas às disposições legais e regulamentares pertinentes, bem como suspender ou cancelar o registro que tenha sido obtido sem a observância das disposições desta Instrução e das demais normas legais e regulamentares.

§ 3º Após a concessão do registro da oferta pela CVM, a instituição líder deverá dar ampla divulgação à oferta, por meio da publicação do Anúncio de Início de Distribuição, elaborado nos termos do Anexo IV desta Instrução, nos jornais nos quais a emissora normalmente publica seus avisos.”

O procedimento célere do registro automático previsto nos arts. 6º-A e 6º-B é incompatível com a previsão de prazos de análise e de cumprimento de exigências. Além disso, o disposto no art. 6º-B, § 3º, da Instrução já resguarda a possibilidade de solicitação de adequação da documentação por parte da Comissão. Por esta razão, a sugestão não foi acatada.

Se aceita a sugestão, o participante relata que seria importante também deixar clara a possibilidade de realização de procedimento de coleta de intenção de investimentos (**bookbuilding**) para fins de determinação da taxa final utilizada nessas ofertas e da realização de esforço de venda (**road shows** e apresentações individuais a investidores), em linha com o que atualmente é feito para as ofertas de valores mobiliários nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003.

A CVM revisitou o dispositivo e entende ter atendido ao pleito do participante.



4.6 Programas de distribuição de valores mobiliários (Arts. 11 a 13)

A ABRASCA sugere que seja facultativa a utilização de prospecto no pedido de registro do programa de distribuição, podendo a emissora optar por utilizar o prospecto inteiramente atualizado ou apenas as seções consideradas relevantes, sendo o restante das informações constantes do formulário incorporadas apenas por referência.

A CVM considera importante a manutenção da apresentação do prospecto do programa de distribuição para dar publicidade ao programa que se pretende implementar ao longo de 2 anos.

Apesar de concordar com as alterações propostas, a ANDIMA sugere a alteração do § 5º, a fim de serem utilizados os prazos previstos nos artigos 8º e 9º para análise do pedido de arquivamento do programa de distribuição pela CVM. Assim, a emissora poderia gerenciar os prazos referentes ao pedido de arquivamento de programa de distribuição, independentemente de realização simultânea de oferta pública de valores mobiliários, nos termos do § 6º.

A CVM entende ser desnecessária a imposição de um prazo de análise para o arquivamento de programa de distribuição nos casos que em que não existe o pedido de registro simultâneo de oferta dos valores mobiliários nele indicados.

A BM&FBOVESPA observa que o formulário de referência não traz campo para “Discussão e Análise da Administração sobre as Demonstrações Financeiras” do trimestre, a qual consta dos prospectos elaborados de acordo com a Instrução CVM nº 400, de 2003 em vigor.

Nesse sentido, entende que essa lacuna é preenchida pela incorporação do último ITR ao prospecto, visto que contém os comentários da administração sobre o desempenho no trimestre.

A sugestão é pertinente e está refletida na Instrução.

O IBRACON sugere que seja incluída, no suplemento do prospecto, seção que requeira a apresentação pela companhia dos principais eventos subsequentes ocorridos desde a atualização do formulário de referência até a data da oferta pública.



O § 2º do art. 24 da Instrução CVM nº 480, de 2009 determina que a emissora deve reentregar o formulário de referência atualizado na data do pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários. Assim, não haverá eventos subsequentes ao último formulário de referência. Por essa razão a redação original foi mantida.

O IBRI sugere a substituição da expressão “substancialmente idênticas” por “análogas” na alínea “a” do inciso II do § 1º do art. 13.

A CVM entende que a expressão “substancialmente idênticas” reflete melhor a intenção da norma que a expressão “análogas”. Por esta razão, a redação original foi mantida.

O Souza, Cescon Advogados sugere a adoção de algumas medidas, como, por exemplo, a redução do prazo de análise da CVM e do prazo para cumprimento das respectivas exigências com relação às ofertas públicas realizadas no âmbito de programa de distribuição pelos EGEM, bem como o aumento do prazo de validade dos programas de distribuição de 2 para 5 anos.

A CVM entende que é importante que exista alguma experiência com o funcionamento do novo sistema antes de introduzir alterações como aquela que pretende o participante. Por esta razão, a sugestão não foi acatada.

4.7 Deferimento de registro antes da divulgação de informações periódicas (Art. 14)

A ABBI argumenta que há dúvidas em relação à parte final do artigo, e sugere a inclusão na parte final da seguinte frase: “*salvo se estas informações já constarem dos documentos da oferta e da página da CVM na rede mundial de computadores.*”

Para a ANBID o texto proposto significa dizer que em nenhuma hipótese a CVM aprovará o registro de ofertas nos 15 dias anteriores aos prazos de divulgação de informações periódicas.

A CVM esclarece que o prazo em que não será deferido registro de oferta se



encerra na ocorrência da efetiva divulgação das informações periódicas da emissora. Por esta razão, a redação foi mantida.

A ANBID sugere a alteração do § 4º, incluindo a palavra “companhia” antes de emissora.

Uma das alterações introduzidas pela Instrução nº 480, de 2009, foi a possibilidade de empresas constituídas sob outras formas societárias que não sociedades anônimas emitirem certos valores mobiliários.

Assim, ainda que o dispositivo não se aplique a tais emissores, é possível que no futuro ele se aplique e, por isso, a CVM entende que é desejável já substituir a expressão “companhia aberta” por “emissoras”. Ademais, a inserção sugerida é desnecessária para o entendimento do comando.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

A ANBID sugere a inclusão de um novo parágrafo, conforme redação abaixo, visando excluir os fundos de investimento da aplicabilidade da regra prevista no § 4º, tendo em vista que os fundos obrigatoriamente efetuam divulgações periódicas diárias:

“§ 5º - O disposto no § 4º não se aplica aos fundos de investimento.”

A sugestão é pertinente e está refletida na Instrução.

4.8 Efeitos da revogação e modificação da oferta (Art. 27)

A ANDIMA discorda quanto à exclusão do parágrafo único, por entender que, em caso de modificação de oferta, os investidores que tinham aderido a ela devem ser comunicados sobre tal modificação para confirmar o interesse em manter sua aceitação, no prazo e condições previstos no parágrafo único.

A CVM esclarece que apenas propôs uma alteração pontual no **caput** do art. 27, não revogando o parágrafo único de tal dispositivo, como se observa pela leitura da versão consolidada disponível no **link** “Comunicados ao Mercado” e do art. 12 da



minuta de Instrução alteradora da Instrução CVM nº 400, de 2003.

4.9 Estudo de Viabilidade (Art. 32)

A ANBID sugere inserir o termo “companhia” antes da palavra “emissora” no **caput** do artigo e em seus incisos, a fim de esclarecer a aplicabilidade apenas a companhias emissoras e não a fundos de investimento.

A CVM considera a inserção desnecessária.

O Grebler Advogados entende inexistir informação suficiente e razoável que justifique que se abra mão do estudo de viabilidade “em virtude de risco não corroborado por caso concreto”. Acredita que os fatos verificados no mercado justificam que a autarquia proceda à determinação de regras claras, confiáveis e inspiradas nas melhores práticas para elaboração do estudo de viabilidade, em lugar de sua supressão.

A CVM discorda do comentário, tendo em vista as razões já mencionadas no Edital de Audiência Pública nº 01/2009. Por essas razões, a redação original foi mantida.

O IBGC apoia a proposta elaborada pela CVM, exceto pela à dispensa de estudo de viabilidade na hipótese de fixação de preço baseada, preponderantemente, nas perspectivas de rentabilidade futura da emissora.

A CVM optou por manter a exigência de estudo de viabilidade em apenas três casos. Um deles é imposto pela Lei nº 6.404, de 1976 e os outros se justificam porque a emissora não tem qualquer histórico de atividades, seja porque é pré-operacional ou porque a captação se destina a atividade nova.

Na hipótese de fixação de preço baseada em perspectiva de rentabilidade futura, e em que a emissora não se enquadre nos incisos do art. 32, poderá o investidor analisar o histórico da companhia, proceder a suas próprias avaliações e tomar uma decisão refletida de investimento.



Por esta razão, a proposta original foi mantida.

O IBRI defende que, quando for o caso de a companhia realizar oferta de montante substancial, planejando investir em atividade que ainda não é realizada pela emissora, a CVM poderia exigir estudo de viabilidade.

A proposta é pertinente e está refletida na Instrução.

O Kincaid sugere definir o termo “pré-operacional” contido no inciso II, pois acredita que a companhia pré-operacional pode ser constituída para operar em nome de uma **holding**, que já praticava tais operações no passado, citando a dispensa de apresentação do estudo de viabilidade de BR Malls S.A.

A apresentação de estudo de viabilidade para companhia que exerce sua atividade há menos de dois anos, como no caso citado de BR Malls S.A., foi suprimida na proposta de alteração da Instrução CVM nº 400, de 2003.

4.10 Incorporação do formulário de referência no prospecto (Arts. 40 e 46)

A ABBI acredita ser importante fazer alguma referência ao prazo de atualização do formulário de referência, por entender que, nos termos propostos na audiência pública nº 07/2008, não fica claro se a atualização deve ser feita antes do protocolo do registro do pedido da oferta na CVM (e em que prazo) ou simultaneamente.

A CVM entende que a questão levantada pela participante foi sanada com o texto atribuído ao § 2º do art. 24 da Instrução CVM nº 480, de 2009.

ABRASCA, ANBID, Grebler Advogados, Santander e Souza, Cescon Advogados sugerem que a incorporação do formulário de referência ao prospecto da oferta seja facultativa, a critério das emissoras.

A ABRASCA ressalta que o prospecto pode ser mais eficiente que o formulário de referência, sob o ponto de vista de **marketing** da operação, tendo em vista ser possível, segundo a participante, organizar livremente as informações no prospecto, facilitando a leitura e compreensão pelo investidor.



A ABRASCA apresentou ainda uma alternativa em que apenas determinados itens do formulário, a critério da emissora, sejam mantidos no prospecto, tais como itens que descrevem a companhia emissora, suas demonstrações financeiras, os fatores de risco, a discussão e análise pela administração das demonstrações financeiras e outras informações que a emissora considere de maior importância, sendo as demais informações incorporadas apenas por referência.

Ver item 3 do presente relatório.

A ANBID propõe a adoção de incentivos à incorporação, com a redução do prazo de análise pela CVM para 10 dias úteis.

Em linha com a sugestão da ANBID, o Souza, Cescon Advogados sugere que sejam previstos prazos de análise distintos para aquelas ofertas cujos formulários sejam incorporados aos prospectos de distribuições públicas e para aquelas ofertas cujos prospectos são elaborados nos moldes atuais.

Alternativamente, o Souza, Cescon Advogados propõe um período mínimo de adaptação para que a incorporação do formulário aos prospectos se torne obrigatória, por exemplo, de 3 anos.

A CVM entende que é importante que exista alguma experiência com o funcionamento do novo modelo antes de introduzir alterações em prazos como aquela que pretende o participante. Por esta razão, a sugestão não foi acatada.

O Grebler Advogados sugere que a CVM adote regra semelhante à regra de **plain English**, vigente no mercado norte-americano, no intuito de assegurar que prospectos sejam elaborados de forma compreensível ao investidor médio.

O art. 38 da Instrução CVM nº 400, de 2003 determina que prospecto é documento que contém informação “completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível”.

A ANBID sugere a inclusão de um Anexo III-C para dispor sobre as informações relativas à oferta de cotas de fundos de investimento.



A sugestão é pertinente, mas está fora do escopo da presente audiência e será considerada no processo de alterações das regras para fundos de investimento.

O IBRACON defende que, caso o formulário seja incorporado apenas por referência, seria prudente solicitar que seja incluída a última data de alteração, para que o mercado possa verificar quando as alterações foram feitas.

A CVM entende que a questão levantada pela participante foi sanada com o texto atribuído ao § 2º do art. 24 da Instrução CVM nº 480, de 2009.

4.11 Normas de conduta (Art. 48)

4.11.1 Hipóteses de abstenção de negociação (Inciso II)

A ABBI entende que um mecanismo de segregação de informações e atividades internas das instituições financeiras e a obrigação de manutenção das atividades de negociação com valores mobiliários da emissora ou ofertante dentro dos níveis habitualmente negociados permitiriam, com maiores vantagens, a tutela do bem jurídico de que trata o artigo 48, inciso II, da Instrução CVM nº 400, de 2003.

A participante acredita que a proibição de aquisição ou venda de valores mobiliários no curso da oferta ocasionaria a limitação artificial da oferta ou da demanda, distorcendo o mecanismo de formação de preço, bem como acarretaria uma penalização injusta às instituições financeiras.

Assim, a ABBI propõe a inclusão de um parágrafo único e da alínea “f” ao inciso II do artigo 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003, de modo a permitir que as instituições intermediárias possam negociar com valores mobiliários da companhia emissora.

Corroborando tal entendimento, a ANBID sugere mudança na redação do inciso II, de modo a permitir que as instituições intermediárias possam negociar com valores mobiliários da companhia emissora, desde que utilizem o mecanismo de “barreira de informações” ou “**Chinese wall**”. Segundo a ANBID, tal mecanismo já é adotado nos EUA e regulamentado pela **Securities and Exchange Commission**, bem como em mercados europeus.



A ANBID faz sugestões adicionais de modificação do inciso II, propondo ainda a inclusão do termo inicial da vedação de negociar os ativos da emissora a partir do protocolo da oferta na CVM, evitando restringir a negociação desde a celebração do mandato, que em muitos casos pode ocorrer com muita antecedência da oferta.

A associação propõe também a alteração da redação da alínea “d” do inciso II do art. 48 para prever que as operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações desenvolvido pelas próprias instituições intermediárias, bem como que as operações com derivativos para fins de **hedge** e de arbitragem sejam incluídas como exceção à regra de restrição de negociação.

Por fim, a ANBID propõe que as operações realizadas pelas instituições intermediárias em nome de seus clientes, na qualidade de administradores fiduciários dos recursos desses clientes (gestão de fundos de investimento e carteiras administradas, nos termos da Instrução CVM nº 306, de 5 de maio de 1999) também devam estar excepcionadas da restrição de negociação.

O Kincaid sugere incluir, nas exceções previstas no inciso II, os casos de exercício de planos de opção de compra de ações firmados pela companhia anteriormente à oferta.

O Santander considera conveniente incluir as emissoras com grande exposição ao mercado como uma das exceções previstas no inciso II, pelo menos em relação às instituições intermediárias envolvidas na oferta, e desde que mantida a média do volume de negócios realizados por tais instituições com os valores mobiliários do ofertante ou da emissora nos 3 meses anteriores à data de contratação.

A CVM revisitou o art. 48 à luz dos comentários trazidos pelos participantes e fez os avanços que entendeu serem razoáveis e incontroversos.

Foram acrescentados 3 subitens ao inciso II, representando portanto exceções à vedação à negociação ali estabelecida, a saber:

*“e) operações destinadas a proteger posições assumidas em **total return swaps** contratados com terceiros;*



f) operações realizadas como formador de mercado, nos termos da regulamentação da CVM em vigor; ou

g) administração discricionária de carteira de terceiros.”

4.11.2 Período de Silêncio (Inciso IV)

A ANDIMA entende que há deficiências na fixação de marco temporal objetivo para o período de silêncio. Assim, sugere que a redação atual do inciso IV seja mantida. O Souza, Cescon Advogados também propõe a manutenção da atual sistemática.

Em contrapartida, ABBI, ABRASCA, ANBID, Grebler Advogados e IBGC concordam com a definição de um marco inicial objetivo, mas defendem um prazo menor para o período de silêncio.

ABRASCA, ANBID, Grebler Advogados, IBGC e Souza, Cescon Advogados acreditam que os EGEM devam estar sujeitos a regras mais flexíveis. A ABRASCA sugere que o período de silêncio para os EGEM se inicie no primeiro dia que antecede o protocolo e se estenda até a publicação do anúncio de encerramento da oferta. Grebler Advogados e ANBID sugerem a redução deste prazo para 15 dias.

A ABBI propõe a redução do prazo do período de silêncio para 30 dias, em linha com as práticas já adotadas em outros mercados.

Já a ABRASCA entende que o prazo de 15 dias que antecede o protocolo do pedido de registro da oferta pública de valores mobiliários é adequado e suficiente como marco inicial para o período de silêncio.

O Souza, Cescon Advogados sugere, caso a CVM decida por não manter a redação atual do inciso IV, que se reduza o prazo do período de silêncio para 15 dias.

Alternativamente, a ABRASCA sugere que o marco inicial seja flexibilizado em um determinado período que antecede o protocolo do pedido de registro da oferta, igual ou inferior a 60 dias, ou na data em que a oferta for decidida ou projetada, o que for menor.



O Santander sugere redação semelhante à alternativa da ABRASCA acima, de se manter uma flexibilidade entre o prazo de 60 dias e a data de decisão sobre a oferta.

Para o Grebler Advogados, o prazo de 45 dias seria suficiente para que as informações divulgadas no mercado sejam compreendidas em plenitude.

A ANBID propõe uma segregação para os prazos, de acordo com o tipo de valor mobiliário ofertado, conforme proposta abaixo:

- i) ofertas de emissoras com grande exposição ao mercado (arts. 6º-A e 6º-B): prazo de 15 dias, dado que o registro desse tipo de operação é mais rápido e que a decisão de ofertar publicamente o valor mobiliário de uma emissora nessa condição pode impedir, na prática, o cumprimento do prazo e, conseqüentemente, trazer um prejuízo para o mercado;
- ii) ofertas de notas promissórias: prazo de 15 dias, dado que o processo de decisão e de estruturação de uma nota promissória é mais célere e que o prazo de 60 dias poderia não ser cumprido; e
- iii) ofertas dos demais valores mobiliários: prazo de 30 dias.

O IBRI concorda com a proposta de 60 dias para o caso de ofertas iniciais de ações (**IPO**), contudo considera que companhias com histórico junto ao mercado de capitais deveriam ter tratamento diferenciado. Assim, sugere o participante que empresas que já tenham ao menos três anos de listagem e tenham cumprido todas as obrigações de informação e comunicação junto à CVM e à bolsa possam utilizar um prazo diferenciado de 15 dias.

A CVM acatou a sugestão encaminhada pela ABRASCA.

No tocante à natureza das informações que não podem ser divulgadas durante o período de silêncio, ABRASCA, Grebler Advogados e IBGC concordam com a Minuta, mas sugerem que também sejam excepcionadas as informações que a emissora habitualmente divulga no curso normal de suas atividades.



A ANBID sugere, ainda, que o inciso IV excetue a manifestação sobre os relatórios de análise (**research**) para ficar em linha com o disposto no inciso III do mesmo artigo.

O Souza, Cescon Advogados sugere que seja mantida a redação atual com relação ao disposto na Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, de forma que reste claro que as disposições do artigo 48 não impedem tanto a divulgação de qualquer informação periódica ou eventual que seja exigida pela CVM, quanto à divulgação de qualquer informação que seja exigida pela Instrução CVM nº 358, de 2002.

A CVM revisitou o dispositivo, deixando claro que a vedação à manifestação na mídia não se aplica às informações habitualmente divulgadas no curso normal das atividades da emissora.

4.12 Abrangência das normas de conduta (Art. 49-A)

ABBI, ANBID, ANDIMA e Souza, Cescon Advogados sugerem a exclusão do dispositivo criado pela Minuta.

A ABBI alega que a sugestão de redação da Minuta para o novo artigo 49-A representa um retrocesso nas regras que regulam o mercado de capitais brasileiro, podendo inclusive inviabilizar a participação de diversas instituições financeiras brasileiras que fazem parte de conglomerados financeiros globais.

A participante acredita que, havendo segregação de informações e atividades (**Chinese wall**) entre a instituição financeira e suas controladas, controladoras, sociedades sob o mesmo controle e demais sociedades que sejam parte de seu conglomerado, não existiria utilidade para expandir a aplicação das normas de conduta da maneira proposta e, por isso, sugere a exclusão do referido artigo.

Na mesma linha, o Souza, Cescon Advogados acrescenta que a linguagem utilizada no dispositivo é muito genérica e sugeriria a imputação de responsabilidade a sociedades que podem sequer ter conhecimento da oferta.

Já ABRASCA e IBGC acreditam que essa limitação deveria ser aplicada exclusivamente às entidades que tiverem acesso a informações reservadas acerca da



oferta. As instituições intermediárias, em muitos casos, fazem parte de grandes conglomerados financeiros, que adotam regras de segregação de atividades e, no entender dos participantes, seria desnecessário impor o silêncio a um grande universo de pessoas completamente alheias à oferta.

A CVM esclarece que a proposta de criação do Art. 49-A visou explicitar a interpretação que tem sido dada, ao longo da vigência desta Instrução, pela Superintendência de Registros, à abrangência das normas de conduta.

Não obstante, a partir dos comentários recebidos, a redação do artigo foi aprimorada, de modo a restringir seu alcance à aplicação apenas de certas normas de conduta (art. 48, incisos I e II), e não de todas, às instituições intermediárias, suas controladas, controladoras e sociedades sob o mesmo controle, restringindo-se ainda àquelas que atuem no mercado financeiro, e não mais abrangendo todas as demais sociedades que façam parte do conglomerado.

4.13 Infração grave (Art. 59)

A ABRASCA sugere que o descumprimento do período de silêncio não seja considerada infração grave, tendo em vista a dificuldade de se avaliar, em diversas situações, se determinada divulgação de informação representa ou não violação do referido período, bem como porque poderia inibir a divulgação de informações pela emissora.

A sugestão é pertinente e está refletida na Instrução.

A ANBID sugere a exclusão do novo inciso VII, alegando que no plano de distribuição constam apenas as ordens dos investidores institucionais que formam o **bookbuilding**, respeitando o § 3º do art. 33.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

A participante propõe ainda a exclusão do inciso VIII, uma vez que o artigo 48 é extremamente abrangente e as violações de seus dispositivos têm sido objeto de diversos tipos de punição por parte da CVM.



O comentário é parcialmente pertinente. A CVM revisitou o dispositivo e manteve como infração grave somente a quebra das normas de conduta estabelecidas no art. 48, incisos I, II e V e no art. 49.

4.14 Responsabilidade dos administradores (Arts. 60-A, 60-B e 60-C)

ABBI, ANBID e Souza, Cescon Advogados sugerem a exclusão destes artigos da Minuta. Os 3 participantes destacam que os procedimentos de ofertas disciplinados pela Instrução CVM nº 400, de 2003 são distintos daqueles disciplinados pela Instrução CVM nº 476, de 2009.

A ABBI alega que a CVM participa e acompanha integralmente o processo de registro das ofertas, só concedendo o registro após o cumprimento de todas as exigências e saneamento de todos os vícios. Ademais, dentre os documentos necessários à concessão do registro pela CVM encontram-se as declarações da companhia (ofertante) e da instituição líder, assinadas por seus respectivos diretores estatutários, com o intuito de prover garantia quanto à veracidade, suficiência e qualidade das informações constantes nos documentos da oferta.

A ABRASCA manifesta-se exclusivamente quanto à supressão dos art. 60-B e 60-C. A participante afirma que o processo de emissão de valores mobiliários envolve um grande número de profissionais, de diversas áreas da emissora e com qualificações específicas, o que, aliado à agilidade que o mercado de capitais exige das companhias nessas operações, implica descentralização do processo a fim de que se obtenha os resultados desejados dentro do tempo disponível, impossibilitando que o controle da totalidade do processo esteja concentrado na pessoa de cada um dos administradores da companhia e, menos ainda, em um único profissional.

Ainda segundo a ABRASCA, por se tratar de emissão de valores mobiliários, a magnitude de um possível dano financeiro seria diversas vezes maior do que seria aceitável imputar de ônus à pessoa física do profissional envolvido no processo.

Os artigos 60-A, 60-B e 60-C alinham a Instrução nº 400, de 2003, com a Instrução nº 476, de 2009 e Instrução nº 480, de 2009. A CVM considera que tal alinhamento é muito importante porque a estrutura de responsabilidade estabelecida



por tais comandos promove maior diligência na preparação e prestação de informações para o investidor.

No entanto, a redação dos dispositivos foi aprimorada, tendo em vista as questões levantadas pelos participantes.

4.15 Dados do prospecto (Anexo III)

3.15.1 Item 4-A

O IBRI sugere inserir alguns termos na redação original do item 4.1-A, que passaria a vigorar desta forma:

*“4.1-A Expor, em ordem de relevância, os fatores **de risco** relacionados com a emissora, com o setor da economia em que atua ou que passará a atuar, com seus acionistas, com o ambiente macroeconômico e com a **imagem corporativa** que possam, de alguma forma, influenciar **de maneira relevante** a decisão de investimento de potencial investidor.”*

A sugestão é parcialmente pertinente, tendo sido acrescida à redação a expressão “de risco”, conforme sugerido.

No entanto, com relação à sugestão sobre risco de imagem, a CVM entende que este já está inserido no risco da emissora.

3.15.2 Nota

A BM&FBOVESPA sugere a seguinte redação para a Nota:

“NOTA: A apresentação da íntegra das demonstrações financeiras e do último ITR (itens 5.2.1 e 5.2.2) poderá ser dispensada, desde que tais documentos sejam incorporados ao Prospecto, anexando-os ou remetendo-os à página na rede mundial de computadores na qual possam ser consultados.”

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução (item 6 do Anexo III).



4.16 Dados específicos de operações de securitização (Anexo III-A)

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), por entender que a redação dos itens 6.1 e 6.2 pode proporcionar interpretação conflituosa quanto à real condição em que as informações exigidas nos itens 4.2 e 5.3 devem ser disponibilizadas, sugere que a redação seja reformulada.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

4.17 Comunicação de oferta de micro e pequenas empresas (Anexo IX)

A ANBID propõe que as informações contidas no Anexo IX passem a ser disponibilizadas na página da CVM na rede mundial de computadores, para que o público possa acompanhar a realização desse tipo de oferta.

O comentário é pertinente. A SDM encaminhará a sugestão para a área de informática para providências necessárias.

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão de três informações adicionais ao formulário, quais sejam: (i) fax; (ii) email da emissora; e (iii) identificação do intermediário da oferta.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução. Quanto à identificação do intermediário, a CVM entende necessário acrescentar a expressão “se houver”.

5. Outras Propostas

5.1 Atos de distribuição pública (Art. 3º)

A ANBID, por acreditar que a contratação de instituições intermediárias nas ofertas de micro e pequenas empresas pode inviabilizar a emissão, sugere nova redação ao § 2º do art. 3º, como se segue:

“A distribuição pública de valores mobiliários só poderá ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores



mobiliários (“Instituições Intermediárias”), ressalvadas as hipóteses de dispensa específica deste requisito, concedidas nos termos do art. 4º e art. 5º, inciso III.”

A CVM entende desnecessária a modificação do art. 3º, § 2º e esclarece que as ofertas públicas dispensadas de registro pelo art. 5º da Instrução CVM nº 400, de 2003 já estariam automaticamente dispensadas da presença de instituição intermediária.

5.2 Dispensa de registro e requisitos (Art. 4º)

A ANBID sugere nova redação ao inciso II do § 4º, a fim de permitir que a declaração referente à ciência da dispensa de registro possa ser prestada juntamente com o termo de adesão e de ciência de riscos, nos casos de investidores de fundos de investimento. Desse modo, ficariam consolidadas todas as declarações assinadas pelos cotistas em um único documento (Termo de Adesão e de Ciência de Risco).

A sugestão é pertinente e está refletida na Instrução.

5.3 Prazos de análise

5.3.1 Prazos de análise de pedido de registro de oferta (Art. 8º)

ANBID e ANDIMA sugerem a redução do prazo para 10 dias.

A ANDIMA alega que a simplificação do prospecto, mediante a incorporação do formulário de referência, permitirá que os prazos de análise sejam reduzidos, tornando mais célere o registro das ofertas públicas.

A CVM entende que a sugestão deve ser considerada em nova oportunidade de revisão da Instrução CVM nº 400, de 2003, após decorrido prazo de adaptação às novas regras, em especial à nova sistemática de elaboração de prospecto.

5.3.2 Comunicação e Atendimento de Exigências (Art. 9º)

A ANDIMA sugere novos prazos (metade dos atuais) para todos os parágrafos do art. 9º, pois acredita que a simplificação do prospecto tornará mais célere o registro das ofertas públicas.



A CVM entende que a sugestão deve ser considerada em nova oportunidade de revisão da Instrução CVM nº 400, de 2003, após decorrido prazo de adaptação às novas regras, em especial à nova sistemática de elaboração de prospecto.

5.4 Prazo da oferta (Art. 18)

A ANBID sugere a inclusão de um parágrafo único ao art. 18 permitindo a prorrogação de prazo para distribuição por seis meses, de modo a dar igual tratamento àquele dado aos fundos de investimento, conforme disposto na Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001.

A Instrução CVM nº 400, de 2003 concede prazo de 270 dias para a conclusão da distribuição, uma vez que a publicação do anúncio de início pode ser realizada em até 90 dias da data da concessão do registro da oferta e, a partir da publicação, as instituições intermediárias têm até 180 dias para concluir a colocação dos valores mobiliários envolvidos.

A CVM considera o atual prazo suficiente e adequado. Um prazo maior admitiria a distribuição de valores mobiliários com base em informações muito antigas, o que é indesejável.

5.5 Alteração das circunstâncias, revogação e modificação (Art. 25)

O Kincaid sugere a exclusão da palavra “imprevisível”, pois a alteração substancial independe de ser previsível ou imprevisível.

O ofertante deve já levar em consideração todos os fatos previsíveis no momento da estruturação de uma operação, inclusive aqueles que o levariam a alterar as condições de uma oferta. A possibilidade de alterações em condições de ofertas por superveniência de fatos previsíveis, ainda que relevantes, imporá ao mercado instabilidade indesejável.

Por essas razões, a redação original foi mantida.



5.6 Consulta sobre viabilidade (Art. 43)

A ABBI sugere a alteração do artigo 43, a fim de uniformizar a conduta das diferentes instituições em ofertas de valores mobiliários e consolidar as boas práticas de mercado. Para isso, propõe a seguinte redação:

“Art. 43. É permitida a consulta a potenciais investidores pelo ofertante e pela instituição líder da distribuição para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de distribuição, devendo esta consulta não exceder de 20 investidores residentes ou não residentes, e ter critérios razoáveis para o controle da confidencialidade e do sigilo, caso já tenha havido a contratação prévia de instituição intermediária pelo ofertante.

(...)

§ 4º Caso a consulta ocorra antes de protocolado pedido de registro à CVM, o ofertante e a instituição líder deverão apresentar no momento do protocolo a lista mencionada no § 3º, bem como os documentos de suporte utilizados durante a consulta a potenciais investidores. Caso a consulta ocorra após o pedido de registro, os documentos de suporte utilizados durante a consulta a potenciais investidores deverão ser apresentados à CVM previamente à sua utilização, sendo dispensada a apresentação da lista mencionada no § 3º.

§ 5º O ofertante e a instituição intermediária deverão declarar que todas as informações contidas nos documentos de suporte utilizados durante a consulta a potenciais investidores serão consistentemente refletidas no Prospecto ou que não realizaram consulta a potenciais investidores.

§ 6º Caso a oferta seja suspensa nos termos do artigo 10, será permitido ao ofertante e à instituição líder realizar nova consulta sobre a viabilidade da oferta.”.

O dispositivo foi revisitado, de modo a harmonizá-lo com a possibilidade de busca de até 50 investidores prevista na Instrução CVM nº 476, de 2009, bem como eliminar a exigência de envio de lista à CVM.



4.7 Apresentação de pesquisas e relatórios públicos (Art. 48, inciso III)

O Souza, Cescon Advogados sugere a seguinte redação para o inciso III do art. 48, a fim de dirimir eventuais dúvidas relacionadas à elaboração dos relatórios públicos sobre o ofertante:

“III - apresentar à CVM pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia e a oferta que eventualmente tenham sido elaborados por analista independente vinculado à instituição intermediária, nos termos da regulamentação editada pela CVM, em língua portuguesa ou, caso tenha sido elaborado em outro idioma, acompanhado de sua tradução para o português, a partir do momento em que:

a) a oferta tenha se tornado pública; e

b) o analista tenha tomado conhecimento da oferta, observado que neste caso tal analista deverá, sem prejuízo do disposto na regulamentação aplicável, estabelecer ressalva no respectivo relatório informando que a instituição a qual esteja vinculado está participando da oferta na qualidade de instituição intermediária.”

A CVM entende que é mais apropriado manter a redação do inciso III do art. 48 como um comando genérico e deixar que o detalhamento proposto pelo participante seja feito pela SRE na aplicação do dispositivo e por meio de ofícios circulares.

4.8 Material publicitário (Art. 50)

A ABBI propõe que seja incluído um § 6º ao art. 50, refletindo a previsão de que o material publicitário seja disponibilizado, na data de sua aprovação pela CVM, na sede e na página da rede mundial de computadores da emissora, do ofertante, da instituição líder, da CVM e da bolsa de valores ou mercado de balcão onde os valores mobiliários da emissora estejam admitidos à negociação.

A CVM entende desejável manter a prerrogativa dos participantes da operação de definir a forma de utilização do material publicitário aprovado pela CVM, sem prejuízo do disposto no OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SRE/Nº 001/2009, de 26 de agosto de



2009.

4.9 Distribuição com excesso de demanda (Art. 55)

A ANBID sugere a seguinte redação para o 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, exceto para: (i) ofertas públicas de valores mobiliários cujas emissoras tenham o status de emissoras com grande exposição ao mercado; e (ii) instituições financeiras que estejam atuando como formador de mercado nos termos da regulamentação da CVM em vigor”.

Adicionalmente, a ANBID propõe que seja incorporado ao referido artigo, o disposto no item I (c), da Deliberação CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005, que trata da dispensa da vedação à colocação de valores mobiliários junto a pessoas consideradas vinculadas à oferta, no caso de distribuição com excesso de demanda superior em um terço à quantidade de valores mobiliários ofertada, desde que as precauções adotadas pelo ofertante e pela instituição líder sejam suficientes para mitigar as possibilidades de favorecimento e utilização de informação para obtenção de vantagem indevida.

A participante entende também que as regras para o formador de mercado de ativos de renda fixa merecem alguns critérios específicos, tais como:

- i) elegibilidade: somente as instituições intermediárias que tenham celebrado contrato para atuação como formador de mercado da oferta poderão subscrever os valores mobiliários nos casos em que a demanda tenha superado em um terço o volume ofertado;
- ii) informação: o mercado deverá ser comunicado durante o **road show** e reforçado nas instruções do **bookbuiding** tanto sobre a existência do formador de mercado quanto dos critérios adotados para as ordens dos intermediários no **bookbuilding**;



- iii) distribuição: permitir alocar parte da demanda para o intermediário que desempenha papel de formador de mercado sem obrigatoriedade de submeter à análise da CVM;
- iv) negociação: cada intermediário que esteja atuando como formador de mercado terá a prerrogativa de comprar no livro até 5% da oferta (para ofertas de até R\$ 1 bilhão) e até R\$ 50 milhões (para ofertas acima de R\$ 1 bilhão); e
- v) ordem: poderá ser a mercado e sem rateio (livro poderá ser aberto 15 minutos antes para os intermediários) ou fora de mercado sujeito a rateio (livro poderá ser aberto 15 minutos antes para os intermediários, sem privilégio em relação aos demais investidores).

A CVM não vê razão para que os detentores do **status** de EGEM sejam tratados de maneira diferente das demais companhias em relação às regras relativas a excesso de demanda. Por essa razão, a sugestão não foi aceita.

A CVM entende que a exceção para as instituições financeiras contratadas como formadores de mercado é pertinente desde que tal fato esteja descrito no prospecto de distribuição e, assim, a sugestão está refletida na Instrução. Também deve ser divulgada, por meio do prospecto, a quantidade máxima de valores mobiliários a ser subscrita em tais condições.

4.10 Regras de registro automático (Instrução CVM n° 429, de 22 de março de 2006)

O Souza, Cescon Advogados aproveita a oportunidade para propor algumas alterações pontuais em dispositivos da Instrução CVM 429, de 2006. O participante entende que algumas adaptações deveriam ser feitas nas regras previstas na Instrução CVM n° 429, de 2006 e sugere redação para as alterações propostas.

O Souza, Cescon Advogados entende também que seria importante deixar clara a possibilidade de realização de procedimento de coleta de intenção de investimentos (**bookbuilding**) para fins de determinação da taxa final utilizada nessas ofertas e da realização de esforço de venda (**road shows** e apresentações individuais a investidores).



A sugestão está fora do escopo da Audiência Pública e será guardada para eventual proposta de alteração da Instrução CVM nº 429, de 2006.

4.11 Jornais nos quais a emissora faz suas publicações (art. 52)

Henrique Lang sugere que a expressão "os jornais onde a emissora normalmente publica seus avisos" do art. 52 seja alterada para deixar a critério dos bancos coordenadores e da emissora a escolha do jornal ou para definir que a publicação seja feita em um jornal na localidade onde os valores mobiliários são negociados.

A sugestão não foi acatada pela CVM por entender útil que o investidor tenha alguma previsibilidade quanto aos jornais nos quais as publicações de um emissor serão feitas.

4.12 Outros valores mobiliários (Instrução CVM nº 476, de 2009)

A ABBI sugere que o certificado de direitos creditórios do agronegócio (CDCA), a cédula de crédito imobiliário (CCI) e a cédula de produto rural (CPR) sejam incluídos na Instrução CVM nº 476, de 2009.

A sugestão está fora do escopo da Audiência Pública e será guardada para eventual proposta de alteração da Instrução CVM nº 476, de 2009.

A ABBI solicita que a CVM se posicione acerca dos normativos aplicáveis às ofertas públicas sem esforço restrito de distribuição destes ativos.

A Instrução CVM nº 400, de 2003, aplica-se a toda oferta pública de distribuição de quaisquer valores mobiliários nos mercados primário e secundário.

A participante ressaltou ainda a necessidade de esclarecimento quanto à não sujeição da letra de crédito imobiliário (LCI) e da letra de crédito do agronegócio (LCA) à fiscalização da CVM, evitando, assim, incertezas no mercado acerca da necessidade de registro na CVM para emissão de tais títulos.



A sugestão está fora do escopo da Audiência Pública.

6. Nova instrução

A proposta definitiva da instrução, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 31 de março de 2010.

Original assinado por

LUCIANA DIAS

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado