

São Paulo, 06 de maio de 2015.

OF. DIR – 012/2015 (“Ofício”)

Ilmo. Sr.

Leonardo P. Gomes Pereira

Presidente

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Exmo. Sr.

Antonio Carlos Berwanger

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar

Rio de Janeiro - RJ

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 01/2015 – Oferta Pública de Distribuição de Nota Promissória (“Edital”)

Prezados Senhores,

Primeiramente, congratulamos a CVM pela iniciativa, que visa ao aperfeiçoamento da regulamentação do mercado de capitais brasileiro. A consolidação das regras aplicáveis às notas promissórias contida na proposta traz importante racionalização da respectiva legislação e está em linha com os esforços recentes de reguladores e de participantes no sentido de impulsionar e desenvolver o segmento. Agradecemos, ainda, a oportunidade de contribuir para o processo de Audiência pública com comentários e sugestões à minuta em consulta, apresentados a seguir.

1. Anexo I da minuta com informações resumidas para ofertas realizadas com registro automático (Art. 3º, § 2º)

O artigo 3º estabelece que a nota promissória deve circular por endosso em preto, de que conste obrigatoriamente a cláusula “sem garantia” dada pelo endossante. O respectivo parágrafo 2º dispõe que tais informações devem constar do Anúncio de Início de Distribuição e, conforme o caso, do prospecto ou da lâmina de informações resumidas do “Anexo 3”. Considerando que a minuta de instrução apresenta apenas um único anexo, e que é feita referência ao mesmo como Anexo I nos artigos 9º e 10º da minuta, sugerimos uniformizar sua denominação para Anexo I tanto no mencionado artigo 3º quanto no próprio Anexo.

Além disso, o referido Anexo I trata da lâmina de informações que deve acompanhar o pedido de registro automático de oferta pública, em substituição ao prospecto. Sugerimos, assim, alteração na redação do parágrafo 2º do artigo 3º, de forma a esclarecer que a lâmina mencionada é aquela requerida pelo procedimento de registro automático disposto no artigo 9º da minuta e que tal exigência não se aplica aos demais tipos de emissões previstas – em específico, às emissões que dispensam o registro, como aquelas realizadas no âmbito da Instrução CVM 476.

Art. 3º (...)

“§ 2º O disposto no caput e no § 1º deve constar do Anúncio de Início de Distribuição e, conforme o caso, do prospecto ou da lâmina de informações resumidas do Anexo 3, quando a distribuição da lâmina se der no âmbito do procedimento previsto no artigo 9º.”

(...)

“ANEXO I 3 (Conforme disposto no artigo 9º desta Instrução)”

2. Inclusão de referência quanto à definição de “Data de Emissão” (Art. 5º)

O artigo 5º trata da uniformização do prazo máximo de vencimento das notas promissórias, em até 360 dias a contar da data de sua emissão, estabelecendo ainda a obrigatoriedade de existência de apenas uma data de vencimento por série.

O §2º deste mesmo artigo 5º especifica que a data de emissão de uma mesma série deve ser a data da primeira subscrição desta.

Para um melhor entendimento dos critérios do cálculo da data de vencimento, sugerimos que os mesmos sejam unificados e mencionados diretamente no caput do artigo 5º.

“Art. 5º O prazo de vencimento da nota promissória deve ser de no máximo 360 (trezentos e sessenta) dias a contar da data de sua emissão, havendo, obrigatoriamente, apenas uma data de vencimento por série, sendo que a data de emissão das notas promissórias de uma mesma série deve ser a data da primeira subscrição desta série.”

~~*“§ 2º A data de emissão das notas promissórias de uma mesma série deve ser a data da primeira subscrição desta série.”*~~

3. Dispensa de prazo máximo de vencimento para ofertas com esforços restritos com presença de agente fiduciário (Art. 5º, § 1º).

A minuta de instrução em consulta excetua do atendimento ao prazo máximo de vencimento aquelas notas promissórias que sejam objeto de oferta pública de distribuição com esforços restritos e que contem com a presença de um agente fiduciário dos detentores das notas.

No item 3.1 do texto do Edital de Audiência, a CVM explica que pretende permitir que emissores que atualmente não dispõem de instrumentos de dívida consolidados, como é o caso das sociedades limitadas, possam recorrer à captação de recursos por um prazo maior, por meio de emissões de notas promissórias. A CVM também manifesta nesse texto especial interesse em receber comentários sobre essa exceção.

Entendemos que a exceção contida no referido §1º do artigo 5º da minuta é abrangente no sentido de que poderá ser utilizada por qualquer tipo de sociedade e não somente as limitadas. É importante lembrar, a esse respeito, que já existem instrumentos mais adequados à captação de recursos de longo prazo para atender às sociedades anônimas, de capital aberto ou fechado, já consolidados em nosso mercado de capitais, tais como as debêntures.

Em função do exposto, sugerimos deixar claro que a alternativa constitui uma opção de captação mais longa para as sociedades limitadas, direcionando a aplicação desta regra apenas para essas sociedades, conforme sugestão abaixo:

“Art. 5º(...)

§ 1º Não estão sujeitas ao prazo máximo de vencimento a que se refere o **caput** as notas promissórias emitidas por sociedades limitadas que, cumulativamente: (...)”

4. Condições para registro automático (Art. 9º, Inciso III)

O artigo 9º, que dispõe sobre as condições para a obtenção de registro automático da nota promissória, emitida por emissor registrado na CVM, foi incorporado à presente minuta com simplificação das exigências relativamente à regra atual, disposta na Instrução nº 429¹/2006.

Entretanto, entendemos que o material publicitário é de grande importância para a distribuição do ativo, uma vez que permite a divulgação de informações claras e simples e mitiga riscos de assimetria de informação.

¹ Instrução nº 429/2006, da CVM – “Art. 2º Sem prejuízo das demais hipóteses estabelecidas na regulamentação em vigor, o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários será concedido automaticamente, a pedido do ofertante e da Instituição Intermediária líder da oferta, nas seguintes hipóteses:

I – ofertas públicas de debêntures simples, com ou sem garantia, e sem cláusula de permuta por ações ou outros valores mobiliários, cujo pedido de registro seja apresentado com base em Programa de Distribuição de valores mobiliários previamente arquivado na CVM, na forma da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, desde que a oferta seja realizada em conformidade com as disposições do Código de Autorregulação da Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID para Ofertas Públicas de Títulos e Valores Mobiliários;

II – ofertas públicas de distribuição de notas promissórias comerciais com valor unitário de no mínimo R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), desde que sejam divulgadas informações resumidas sobre a oferta, na forma do Anexo à Instrução CVM nº 155, de 07 de agosto de 1991; e

III – desde que destinadas à aquisição ou subscrição por não mais do que 20 (vinte) investidores, ofertas públicas de distribuição dos seguintes valores mobiliários:

a) debêntures simples, com ou sem garantia, e sem cláusula de permuta por ações ou outros valores mobiliários, emitidas fora de Programa de Distribuição de valores mobiliários;

b) Certificados de Recebíveis Imobiliários;

c) cotas de Fundos de Investimento Imobiliário; e

d) cotas de Fundos de Investimento em Empresas Emergentes.”

Dessa forma, sugerimos que seja incluída a possibilidade de divulgação desse material, todavia com a análise prévia da CVM. Nossa sugestão é que a análise prévia da CVM esteja em linha com o procedimento atualmente disposto na referida Instrução nº 429/2006², ou seja, que o material publicitário somente seja considerado deferido caso não haja objeção por parte da CVM após 5 (cinco) dias úteis contados do respectivo protocolo na Autarquia.

Ressaltamos que na regra atual (Art. 2º, Inciso III da Instrução nº 429¹/2006) a destinação da distribuição com registro automático está limitada a no máximo 20 investidores. Na minuta em consulta essa restrição foi excluída, o que torna a divulgação de material publicitário relativamente mais importante para essas ofertas.

“Art. 9º O registro de oferta pública de distribuição de nota promissória emitida por emissor registrado na CVM será concedido automaticamente, desde que:

III – ~~não se utilize~~ caso utilizado material publicitário destinado à divulgação pública, o mesmo seja previamente analisado pela CVM.

§1º O material publicitário mencionado no inciso III deste artigo será considerado deferido automaticamente após 5 dias úteis da data do respectivo protocolo na CVM.”

5. Destinação exclusiva das notas promissórias com registro automático para investidores qualificados (Art. 11)

Quanto à possibilidade de negociação em mercados organizados das notas promissórias com registro automático, desde que somente destinadas a investidores qualificados, foi proposto que os intermediários das negociações nesses mercados sejam os responsáveis pela verificação da qualificação do investidor e por assegurar a

² Instrução nº 429/2006, da CMV – “Art. 3º O registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos casos previstos no art. 2º desta Instrução produzirá efeitos após decorridos 5 (cinco) dias úteis após a adoção das seguinte providências:

I – protocolo do pedido na CVM;

II – publicação do Anúncio de Início de Distribuição; e

III – disponibilidade do Prospecto Definitivo para os investidores.”

negociação somente entre esses investidores, assim como já definido na Instrução nº 476³/2009, da CVM.

A sugestão faz-se necessária para esclarecer que, quando houver negociação nos mercados organizados, os responsáveis pela verificação do atendimento às regras serão os intermediários que estão diretamente ligados à negociação, e não mais os coordenadores e estruturadores da oferta.

“Art. 11. A oferta pública de distribuição de nota promissória realizada nos termos do art. 9º deve ser destinada exclusivamente a investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica.

§2º Os intermediários das negociações em mercados regulamentados são responsáveis pela verificação do cumprimento das regras previstas no parágrafo 1º deste artigo.”

6. Dispensa da contratação de Instituição Intermediária (Art. 12)

O artigo 12 traz uma inovação às regras de mercado de capitais, dispensando a contratação de instituição intermediária para distribuição de notas promissórias emitidas por emissores com grande exposição ao mercado – EGEM, desde que a oferta seja destinada a Investidores Profissionais e que tenha prazo de vencimento inferior a 90 dias.

Temos notado que as recentes regulamentações da CVM têm dado tratamento específico para a oferta pública e a distribuição de determinados valores mobiliários, em função das características do ativo, do emissor ou da forma como poderão ser acessados pelos investidores. Acreditamos que esses avanços, que muitas vezes estão revestidos da dispensa de observância de requisitos tradicionais das ofertas públicas, como a participação de instituições intermediárias, como prevê este art. 12, são importantes para o desenvolvimento do mercado de capitais, mas, ao mesmo tempo, trazem algumas preocupações. Citamos, como exemplo, uma preocupação legítima

³ ICVM 476 – “Art. 16 Os intermediários das negociações em mercados regulamentados são responsáveis pela verificação do cumprimento das regras previstas nos arts. 13 e 15.

Art. 13. Os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução somente poderão ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 (noventa) dias de cada subscrição ou aquisição pelos investidores.

Art. 15. Os valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução só poderão ser negociados entre investidores qualificados.”

com relação a essa mudança, já que o mercado de capitais pátrio é calcado precipuamente na participação das instituições intermediárias como *gate keepers* complementares das boas práticas do setor.

Nesse sentido, como é de conhecimento da CVM, as instituições intermediárias possuem uma série de atribuições e responsabilidades quando atuam na distribuição das ofertas públicas. Entende-se que a falta dessas atividades pode exercer um impacto negativo no auxílio à manutenção de um mercado de capitais saudável.

Em paralelo, foi analisado o mercado americano de *Commercial Papers*, em linha com o estudo referido no edital de audiência pública, e identificou-se a possibilidade de isenção de registro das ofertas desses papéis na SEC, conforme regras específicas emitidas nos termos da *Section 3(a)(3)*⁴ (“*current transaction exemption*”) ou da *Section 4(a)(2)*⁵ (“*private placement exemption*”) do *Securities Act* de 1933.

Para se valer da primeira forma de exceção, são estabelecidas quatro principais restrições aos papéis, sendo (i) o prazo máximo de nove meses - porém as ofertas tipicamente apresentam prazo de 15 a 45 dias; (ii) a necessidade de obter *rating* de agência classificadora – sendo esta de primeira linha; (iii) o valor mínimo de investimento de US \$100.000,00, restringindo assim o público; e (iv) que essas ofertas sejam destinadas ao financiamento de despesas correntes.

A segunda exceção para a realização de um *private placement* também é prevista pela regulação americana e apresenta restrições, como não poder ofertar publicamente e indiscriminadamente no varejo, limitando-se a 35 investidores (somente no caso de investidores sofisticados não há limite, condição essa alterada em 1992); e proibição da veiculação de informações sobre a oferta na mídia.

A regra americana não veda a possibilidade de a emissão ser realizada diretamente pela empresa ofertante do papel, sem a participação da instituição intermediária. Há,

⁴ Act 1933 – “SEC. 3. (a) Except as herein after expressly provided, the provisions of this title shall not apply to any of the following classes of securities:

(3) Any note, draft, bill of exchange, or banker’s acceptance which arises out of a current transaction or the proceeds of which have been or are to be used for current transactions, and which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited;” Disponível em <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf> (acessado 06/04/2015)

⁵ Act 1933 – “SEC. 4. (a) The provisions of section 5 shall not apply to:

(2) transactions by an issuer not involving any public offering.” Disponível em <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf> (acessado 06/04/2015)

inclusive, uma frente que defende que o *commercial paper* tem grande apelo para as empresas de grande porte, que possuem uma estrutura de tesouraria própria. A *Section 15* do *Securities Act* de 1934⁶ isenta a necessidade do registro de *dealers* na SEC quando negociam certos tipos de produtos, sendo o *commercial paper* um deles.

Apesar dessa flexibilização, usualmente há a participação de uma instituição intermediária para a estruturação, pela expertise que agrega nas operações, pela maior segurança que representa para a própria empresa, pelo acesso a plataformas diversificadas e pela credibilidade dada à emissão. Ou seja, há no mercado americano a previsão de emissões sem intermediação, mesmo não sendo utilizadas em sua integridade, já que na maior parte das ofertas conta-se com um *dealer* nas estruturações. Além disso, há restrições para essas colocações, em linha com as propostas aqui sugeridas.

Desta forma, e considerando que a comparação com a legislação internacional dificulta a aplicação no mercado local dessas propostas, na medida em que no exterior são tratadas como *private placements*, nossa sugestão é pela exclusão deste artigo 12 da minuta de instrução, de forma que o debate sobre a inclusão de novas exceções às regras de ofertas públicas de valores mobiliários seja realizado considerando todos os seus aspectos de forma principiológica, em vez de uma discussão voltada para casos específicos.

Caso não seja acatada a proposta anterior, como alternativa e tomando por base os casos internacionais de forma a manter o mesmo padrão neste tipo de oferta, apresentamos abaixo critérios que poderiam ser adotados por esta autarquia para mitigar algumas das preocupações descritas, com a adoção de determinadas condições em tais ofertas, tais como: (a) restringir a aquisição da nota promissória a, no máximo, 2 (dois) Investidores Profissionais, limite este que tem por objetivo aproximar a regra local ao conceito de *private placement* previsto na regra norte-americana; (b) requerer das empresas emissoras as mesmas diligências que as instituições intermediárias têm nas ofertas públicas, inclusive com a contratação de assessores legais para assessorar

⁶ Act 1934 – “SEC. 15. (a)(1) It shall be unlawful for any broker or dealer which is either a person other than a natural person or a natural person not associated with a broker or dealer which is a person other than a natural person (other than such a broker or dealer whose business is exclusively intrastate and who does not make use of any facility of a national securities exchange) to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to effect any transactions in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security (other than an exempted security or commercial paper, bankers’ acceptances, or commercial bills) unless such broker or dealer is registered in accordance with subsection (b) of this section.” Disponível em <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> (acessado 06/04/2015)

na estruturação da operação e para a emissão de *legal opinion*, fruto de auditoria específica; (c) informar aos investidores sobre eventual existência de conflito de interesse pela ausência de participação de instituição intermediária, bem como ausência de processo de auditoria independente; (d) não utilizar material publicitário destinado a divulgação pública; e (e) vedar a negociação no mercado secundário.

Destacamos, contudo, que essas restrições foram analisadas e sugeridas especificamente para essas ofertas de Notas Promissórias e nessas condições. Tais requisitos não devem ser adotados para outros valores mobiliários ou mesmo utilizados como parâmetro para a definição do que seria uma oferta privada no mercado brasileiro, discussão essa que deve ser aprofundada, de forma a evitar insegurança jurídica para o mercado de capitais.

Segue abaixo a sugestão de texto, caso seja opção desta autarquia a manutenção do artigo 12:

“Art. 12. Ficam dispensados da contratação de instituição intermediária os emissores com grande exposição ao mercado, conforme definido em regra específica, que realizarem oferta pública de distribuição de nota promissória, desde que:

I – as notas promissórias assim ofertadas tenham prazo de vencimento inferior a 90 dias;-e

II – a oferta se destine exclusivamente a, no máximo, 2 (dois) investidores profissionais, conforme definido em regra específica;

III – o emissor se responsabilize pela diligência, inclusive com a contratação de assessores legais para realização de auditoria e emissão de parecer jurídico, e pela identificação da qualificação do investidor;

IV – não seja realizada negociação das cédulas no mercado secundário; e

V – não se utilize material publicitário destinado a divulgação pública.

Parágrafo ~~1º~~ único A emissora é responsável por assegurar o disposto no inciso II do caput.

Parágrafo 2º A emissora é responsável por informar os investidores sobre a existência de conflito de interesse pela ausência do processo de auditoria independente e pela ausência de contratação de instituições intermediárias.”

Colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que eventualmente se fizerem necessários e, sendo o que nos cumpre para o momento, aproveitamos o ensejo para reiterarmos nossos votos de alta estima e consideração.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR

Maria Carolina Ferreira Lacerda

Diretora da ANBIMA

Fábio Gabai Puga Nazari

Presidente do Comitê de Finanças
Corporativas da ANBIMA