

Carta/AMEC/Presi nº 05/2018

São Paulo, 23 de fevereiro de 2018

A  
**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado**  
Comissão de Valores Mobiliários - CVM  
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro.  
Rio de Janeiro - RJ  
CEP - 20159-900  
audpublicaSDM0517@cvm.gov.br

CC: sdm@cvm.gov.br

**Ref: AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM 05/2017**

Senhor Superintendente,

1. A Associação de Investidores no Mercado de Capitais - AMEC vem, à presença dessa ilustre Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários - SDM/CVM, apresentar suas sugestões e comentários sobre a minuta de Instrução submetida à audiência pública, especialmente no que concerne ao aprimoramento das práticas sobre ofertas públicas iniciais e subsequentes de valores mobiliários.
2. Inicialmente, a AMEC manifesta a sua satisfação com a constante busca pela atualização do arcabouço regulatório por parte dessa autarquia, o que demonstra a sua contínua preocupação com o aprimoramento das regras regulamentares, sempre visando retratar e regular, da forma mais fidedigna possível, a atual realidade do mercado de capitais brasileiro.
3. Imbuída desse espírito, a Comissão Técnica da AMEC analisou, discutiu a minuta submetida à audiência pública e, ao final, recomendou a apresentação de algumas sugestões e comentários,

devidamente aprovados pelo Conselho Deliberativo da associação, e que serão individualmente abordados nos tópicos seguintes.

#### **A. DOS COMENTÁRIOS INICIAIS**

4. A iniciativa da CVM atraiu grande interesse por parte de nossos associados, tendo em vista a possibilidade de avançarmos nas práticas de ofertas públicas no Brasil. Muito embora o escopo da audiência pública fosse relativamente estreito, eles decidiram que se tratava de uma grande oportunidade de trazer ao regulador as sugestões que a sua experiência permitem, no sentido de aprimorar o processo e quiçá destravar não apenas o processo regular de ofertas públicas, mas também o acesso do mercado de capitais a empresas de menor porte.
5. É por essa razão que, após endereçarmos os pontos específicos levantados para CVM no Edital, tomaremos a liberdade de acrescentar os pontos que, na opinião da Amec, merecem reflexão e reforma, num processo de médio prazo.
6. Em linhas gerais, gostaríamos de iniciar dizendo ao regulador que a reforma das ofertas públicas no Brasil deve se preocupar com os seguintes temas:
  - a. Inequidade e discricionariedade.
  - b. Obstáculos no acesso de *players* que viabilizem ofertas menores.
  - c. Competitividade do sistema perante as vias de financiamento já existentes e outras emergentes, amparadas em tecnologias inovadoras.
7. Mas antes disso, fazemos nossos comentários específicos sobre os questionamentos da presente Audiência Pública.

#### **B. DAS QUESTÕES LEVANTADAS NO EDITAL**

8. Somos **favoráveis** à possibilidade de dispensar o *lock up* de 90 dias para títulos de dívida.
9. Somos **favoráveis** à possibilidade de operações de estabilização no âmbito da ICVM 476. Ademais, a desvinculação da opção vinculada à estabilização a excesso de demanda é correta, e traz a norma para mais perto da realidade prática dos fatos.

10. O acompanhamento do contrato e das operações de estabilização são de suma importância, e a Amec aplaude as medidas propostas nesta área. Também aplaudimos e apoiamos a ideia de criação de um modelo de contrato.
11. Aqui, gostaríamos de acrescentar um ponto importante da experiência da Amec. Alguns associados manifestaram desconforto com a estrutura assimétrica das operações de estabilização. Em outras palavras, caso as ações subam após a oferta pública, o agente estabilizador não perde dinheiro, pois exerce a opção. Já se as ações caírem, ele auferirá um lucro relativo à diferença entre o valor das compras na estabilização e o preço de exercício.
12. Se considerarmos que muitas vezes o estabilizador é o líder da operação, não podemos deixar de ver, além da assimetria de resultados para esse agente, um conflito de interesses negativo para a estrutura da operação.
13. Frise-se que não estamos dizendo que um estabilizador agirá ou não de acordo com os incentivos derivados dessa assimetria. Mas enquanto aspecto regulatório, entendemos que ela seja nociva para a operação como um todo.
14. Por outro lado, nossos associados se colocaram de maneira contrária à possibilidade de proibir tal assimetria. Adicionalmente, elogiaram as normas atuais de publicidade da ação do estabilizador.
15. Mas a sugestão que surgiu nos debates foi de que o “contrato padrão” que a CVM venha a publicar inclua cláusula a respeito da dedução do eventual lucro das operações das comissões recebidas por aquele agente. A cláusula não seria obrigatória, mas somente exemplificativa. Sua presença na minuta padrão, contudo, pode ser suficiente para balizar o comportamento dos agentes de mercados, no melhor espírito das finanças comportamentais atualmente estudadas pela CVM (“*Nudging*”). A eventual omissão da cláusula poderia ser objeto de menção específica nos materiais públicos referentes à operação.
16. Com as sugestões acima, a Amec espera ter colaborado com esta digna Autarquia, no que tange ao trabalho contínuo em busca do desenvolvimento e aperfeiçoamento do mercado de capitais.
17. Com relação à disponibilização de demonstrações financeiras, os associados também não se opõem à alteração, porém esta não parece endereçar o problema indicado por alguns associados com relação às janelas de *blackout*, que continuarão sendo extensas. Nesse sentido, a Amec sugere que tal tema seja objeto de seminário, conforme proposto no parágrafo 39.

18. A Amec é **contrária** à limitação do prazo das ofertas públicas, no sentido em que seja uma ameaça ao conceito de *shelf registration*, que consideramos positivo e deve ser mantido.

### **C. DOS COMENTÁRIOS ADICIONAIS E SUGESTÕES À REFLEXÃO**

19. Conforme descrito nos parágrafos 5 e 6 acima, trazemos aqui as considerações adicionais relevantes identificadas pelos nossos associados.

20. A mais premente delas talvez diga respeito à inequidade e discricionariedade do processo de ofertas públicas. O procedimento de *bookbuilding* leva a rumores de mercado, muitas vezes alimentados pelos próprios ofertantes, sobre o estado do livro de ofertas. Tais informações circulam de maneira livre e informal pelo mercado, e muitas vezes acabam sendo mais relevantes para o processo decisório do investidor do que o material oficialmente aprovado pela CVM.

21. Entendemos que o *bookbuilding* é processo aceito internacionalmente – mas isso não torna o processo correto. Ademais, as novas alternativas de captação baseadas em recursos tecnológicos (tais como *crowdfunding* e *blockchain*) alteram substancialmente este cenário, se é que em algum momento houve razão de mercado para que o processo seja tão dominante.

22. Consideramos falaciosos os argumentos de que o *bookbuilding* seja necessário porque a empresa deve “poder escolher sua base acionária”. Isso não é verdade. No primeiro dia de negociação, a empresa já perde controle sobre essa base. Não há razão pela qual ela precise ter o controle sobre a base inicial – e muito menos no caso de ofertas subsequentes.

23. Os argumentos que surgiram nas discussões sugerem inclusive que as alocações discricionárias, além de configurarem prática não equitativa, chegaram a ser usadas no passado como instrumentos de corrupção, com alocações de ofertas “quentes” sendo feitas por interesses absolutamente não republicanos.

24. No entendimento da Amec, a estrutura de leilão, análogo àqueles efetuados em bolsa (“na pedra”), configuram um método muito mais justo, transparente e equitativo para descoberta de preço do que o processo de *bookbuilding*. Entendemos que a CVM deva se debruçar nos incentivos regulatórios que impedem ou dificultam a adoção deste método no Brasil.

25. Lembramos que o leilão, em bolsa ou operado de forma transparente pelos coordenadores, pode ser desenhado para auferir as mesmas prerrogativas hoje dadas ao emissor, tais como faixas de preço e preços de reserva, que podem ser explícitos ou confidenciais.
26. Um leilão bem estruturado fará com que os acionistas que de fato desejam posição significativa na companhia o façam através de preços mais altos, ou de ordens do tipo “tudo ou nada”, facilmente operacionalizadas pelos sistemas existentes. Outras regras podem ser adicionadas na forma de algoritmos, tais como limites de concentração.
27. Voltando à questão dos leilões, entendemos que as vantagens sejam inúmeras: melhor descoberta de preços, equidade, transparência, fim das “ordens infladas”, etc.
28. A inexistência de ofertas públicas no formato descrito pode estar relacionada ao problema seguinte que a Amec gostaria de discutir: a concentração de mercado. Entendemos que os ofertantes possuem pouco poder negocial, seja na escolha dos coordenadores (dada a concentração bancária no país), seja nas condições determinadas nas semanas e dias anteriores à oferta. Assim, não apenas são impostas as condições dos coordenadores, seja no ímpeto por se executar operações de grande porte, seja na forma de precificar a emissão.
29. É notório o problema do “ticket mínimo” para ofertas públicas no Brasil – muito superior à realidade internacional. Trata-se de problema grave, que deve ser analisado pela CVM com muito detalhe.
30. A Amec entende que o problema somente se resolverá no momento em que forem desenvolvidos intermediadores especializados, de nicho, que possam trazer ao mercado ofertas públicas que hoje não interessam aos coordenadores que atuam no mercado.
31. Para isso, é necessário flexibilizar a participação de agentes que não sejam instituição financeira como coordenadores de ofertas públicas. Em outras palavras, estamos falando em estender a prerrogativa do Artigo 2º, §3º, III, da Lei 6.385/1976, já utilizada pela CVM na Instrução 588 (crowdfunding), com a criação de uma nova categoria de regulados pela CVM..
32. Entendemos que não haja nenhuma razão pela qual os coordenadores de ofertas públicas precisem ser instituições financeiras. Outros agentes regulados pela CVM podem perfeitamente fazer esse papel, desde de que devidamente regulados. A inspiração deve vir do sistema NOMAD, do mercado inglês. Eventuais preocupações sobre a responsabilidade desses participantes, ou insuficiência de patrimônio para lidar com esta responsabilidade, podem ser facilmente mitigadas com instrumentos tais como seguros de responsabilidade ou mesmo fiança bancária.

- A solução criada pela CVM para as plataformas de *crowdfunding* é um bom exemplo de como esse raciocínio pode ser desenvolvido.
33. Reiteramos, portanto, a importância de flexibilizar a entrada de novas categorias de intermediários que possam competir no mercado de oferta públicas.
  34. Dito isso, entendemos que os desafios para a realização de ofertas menores não residam unicamente nos termos da ICVM 400 ou 476. Como colocamos no seminário sobre FIPs, promovido por Previ, Petros e Funcef no Rio de Janeiro em 02.02.2018, é crucial que uma reforma profunda da regulamentação de ofertas públicas tenha um aspecto holístico. Em outras palavras, todo o sistema deve ser revisto, e não apenas uma norma específica. No caso, entendemos que as ofertas só terão sucesso se analisarmos também a estrutura de demanda.
  35. Estamos falando da regulamentação dos investidores institucionais – fundos de investimento e fundos de pensão. No caso dos fundos de investimento, por exemplo, a regulamentação atual estimula a liquidez imediata. A grande maioria dos fundos de ação possuem liquidez em D+3 – na melhor das hipóteses, D+30 ou D+60. Assim, mesmo os gestores que se dizem de longo prazo são, de fato, de curto prazo, dada a estrutura do seu passivo. Não podem, portanto, alocar parcelas significativas do seu patrimônio a ativos de baixa liquidez. É verdade que alguns desses fatores são decorrentes de normas fora do escopo da CVM. Mas entendemos que a autarquia deveria trabalhar com os demais reguladores no sentido de rever o sistema como um todo – e não cada norma individualmente.
  36. A obrigatoriedade de publicidade de carteira, mesmo com atraso de 90 dias, torna pública as estratégias de investimento, minando a propriedade intelectual de um negócio que consiste, substancialmente, de ativos intangíveis.
  37. A quase inexistência de fundos de mercado de acesso – mesmo com incentivos tributários e isenção regulatória – deve ser utilizada pela CVM como instrumento de reflexão: quais são os entraves para que, apesar dos significativos incentivos, eles ainda não tenham atraído interesse? Entendemos que parte da resposta se encontre nos parágrafos acima.
  38. Resumindo, rogamos à CVM que reflita sobre as ofertas públicas olhando intermediários, oferta e demanda, de forma integrada e holística e não apenas as ICVM 400 e 476.
  39. Uma sugestão específica para a concretização da sugestão acima é a realização de um ciclo de seminários, colhendo informações e opiniões dos participantes (deduzidos dos seus respectivos vieses e conflitos de interesse).

40. Outro aspecto relacionado à visão holística advogada acima diz respeito ao material de marketing das ofertas públicas. Nas palavras de um associado, os valores mobiliários são “vendidos” e não “comprados”. Ou seja, é de fato necessário chamar atenção do investidor para um determinado ativo – sobretudo no caso de ofertas iniciais.
41. Consideramos importante a regulamentação da CVM sobre o tema, assim como a relevância do repositório de informações oficiais representado pelo Prospecto e pelo Formulário de Referência.
42. Contudo, há que se admitir que são poucos os investidores que baseiam sua decisão de investimento exclusivamente nesses documentos. Talvez a maioria, principalmente no varejo, nem tenha conhecimento dos mesmos. Manter requerimentos elevados e custosos aos materiais de marketing, enquanto a efetiva decisão do investidor é baseada numa “dica” do assessor financeiro parece ser uma abordagem dissonante da realidade dos fatos.
43. Outros exemplos incluem: materiais apresentados aos investidores institucionais em reuniões privadas, que são recolhidos ao final, restrições práticas à publicação de relatórios de pesquisa (blackouts auto-impostos), e restrições a comentários públicos.
44. A análise da questão do marketing também deve ser feita tendo em vista a evolução tecnológica, novas mídias e a facilidade de disseminação de informações não reguladas – que só crescerá ao longo do tempo.
45. E os próprios documentos oficiais devem ser recorrentemente revistos, para assegurar que são não apenas completos, mas objetivos e adequados, inclusive para ofertas menores, que talvez prescindam de tantos detalhes.
46. Assim, estimulamos a CVM a refletir sobre os obstáculos às atividades de marketing das ofertas públicas.
47. Por fim, gostaríamos de trazer alguns comentários específicos que surgiram ao longo da discussão, e que podem ser úteis para a CVM:
  - a. A autorização baseada nos tipos de investidores (qualificado e profissional) deve ser revista.
  - b. O limite do número de investidores da ICVM 476 (máximo de 50), é incompatível com a regulamentação dos fundos imobiliários (mínimo de 50), pois somente no caso específico de exatamente 50 investidores seria possível tal oferta. Mais uma vez, é

importante uma análise integrada da regulamentação da CVM, com o entendimento dos impactos cruzados das diversas normas.

- c. As normas sobre prazos para disponibilização de demonstrações financeiras devem ser revistas, pois fazem com que na prática sejam criados poucos momentos durante o ano nos quais as ofertas são viáveis. Essas “janelas” atrapalham o processo, fazem com que muitas etapas sejam feitas “com pressa”, concentram as ofertas em poucos períodos, dificultando o trabalho dos compradores e reduzem o número de ofertas viáveis.
- d. Os associados consideram importante ainda rever os conflitos de interesse decorrente das operações de crédito oferecidas por instituições coordenadoras de ofertas públicas. O entendimento dos associados é que as normas atuais são insuficientes para coibir tais conflitos.

Atenciosamente,

**ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS – AMEC**

Mauro Rodrigues da Cunha  
Presidente Executivo