



Rio de Janeiro, 08 de julho de 2021

À  
Superintendência de Desenvolvimento do Mercado – SDM  
Comissão de Valores Mobiliários

*Via e-mail*

**Ref: Edital de Audiência Pública 02/21**

Prezados senhores,

Cumprimentando a CVM pela excelente iniciativa de modernizar as regras atinentes às ofertas públicas, consideramos oportuna a apresentação desta, para chamar a atenção especial para dois pontos importantes a serem levados em conta na reforma, de modo a corrigir problemas atualmente enfrentados especialmente nas ofertas de esforços restritos de títulos de renda fixa.

Esse regime se provou extremamente eficiente, afinal de fato quando as ofertas são destinadas a investidores profissionais uma série de descontos regulatórios são pertinentes, na medida em que o público alvo por natureza não precisa do mesmo nível de proteção que os investidores menos qualificados, e todos se beneficiam do menor custo e agilidade das ofertas restritas.

Tem feito muita falta na atual ICVM476, contudo, uma regra como a atualmente prevista na ICVM 400 que impede a alocação da oferta para partes vinculadas, especialmente quando há excesso de demanda.

Com efeito, não raro os participantes de uma oferta são informados pelos seus intermediários de que uma série ou parte de uma oferta não está disponível porque será alocada para uma parte vinculada à oferta, em geral uma instituição financeira que na sequência da oferta vai oferecer os papéis a sua base de clientes ou se beneficia de informação de forte demanda pelos títulos após concluída fase inicial do esforço de marketing da oferta para definir, prioritariamente, sua própria alocação.

Na nossa avaliação, essa prática gera um desalinhamento considerável, sob diferentes aspectos, onde tanto emissor quanto os investidores perdem muito. Entre suas consequências para o mercado destacamos o desincentivo aos intermediários de



promoverem a correta difusão de informações de preço entre emissores e investidores e o efetivo aumento do custo de acesso ao mercado de capitais para os emissores.

Não faz sentido se ter em uma oferta instituições financeiras que são remuneradas justamente para fazer a intermediação entre o investidor e emissor, que ao invés de cumprirem esse papel negam ao investidor o acesso ao papel, priorizando a alocação de suas partes relacionadas em cenários de excesso de demanda pela base de investidores regulares.

Por consequência, a companhia emissora também perde, por lhe ser negada uma base maior de investidores, por pagar um custo de intermediação desnecessariamente e até mesmo por não fazer a oferta nas melhores condições de mercado.

De outra parte, os investidores perdem, não só por não terem acesso aos títulos em condições mais vantajosas, mas também por só terem acesso aos títulos a um custo adicional, embutido nos preços mais elevados cobrados pelos intermediários para oferta dos títulos em mercado secundário após os 90 dias de restrição de negociação até então definido pela ICVM476.

Por isso, é extremamente relevante manter a restrição para participação de pessoas vinculadas em caso de excesso de demanda em ofertas públicas em seus diferentes formatos de registro considerados na presente audiência pública. Essa medida, sem dúvida, será extremamente benéfica não só às emissoras, como aos investidores, refletindo em maior eficiência e competitividade do processo de acesso ao mercado de capitais brasileiro.

Por isso, considerando a experiência nas ofertas restritas, vemos com reservas a proposta na Minuta A, art. 55, que admite o afastamento da vedação de alocação para pessoas vinculadas em caso de excesso de demanda, eis que as salvaguardas não parecem ser suficientes para zelar para que efetivamente os investidores (não vinculados) tenham acesso às ofertas. Caso as salvaguardas para a alocação de investidores vinculados sejam mantidas, sugerimos melhor definição do conceito de bookbuilding como “processo de definição de preço da oferta a partir da coleta irrestrita de ordens de investimentos recebidas por investidores que integrem o público alvo definido para a oferta” e parcela prioritária como “volume da oferta informado como alocação a partes relacionadas previamente especificado na documentação disponível aos investidores”.

Mais ainda, em caso de excesso de demanda, faz sentido que se privilegie sempre o público não vinculado, preservando assim uma das principais finalidades de uma oferta pública, que é justamente a de promover o maior acesso dos investidores aos papéis que estão sendo emitidos, de modo que nesse caso os investidores não vinculados deveriam realmente ter preferência no acesso à oferta.

Importante destacar que, especificamente para ofertas de renda fixa sujeitas a eventos de vencimento antecipado deliberados por quóruns de investidores, a elevada alocação de



partes vinculantes da oferta pode oferecer relevante risco aos investidores regulares em termos de efetivo exercício das cláusulas de proteção e um potencial conflito de interesse. Nesse sentido, a ausência de informação objetiva acerca da potencial alocação de investidores vinculados dificulta a correta avaliação desse risco.

Por isso, além de apoiarmos a manutenção das restrições para alocar ofertas com excesso de demanda em qualquer oferta pública (as automáticas e as do rito ordinário) tal qual proposto pela Minuta A, sugerimos a inclusão dos incisos a seguir no art. 14 da Minuta B, com o que os padrões de atuação dos intermediários seriam voltados a promover o melhor resultado possível a uma oferta:

“Art. 14. São deveres do intermediário da oferta:

(...)

XX – zelar para que as informações divulgadas e a alocação da Oferta não privilegiem partes relacionadas, em detrimento a partes não relacionadas;

XX – divulgar com clareza a alocação da oferta e seu processo de formação de preço”

Ainda, sob a ótica de que a função do intermediário da oferta cumpre um duplo papel, de aproximar emissor aos investidores, e o de zelar para que as informações sejam corretamente prestadas e sejam no mínimo consistentes, seria importante levar em conta que se a CVM admitir um regime de oferta onde o intermediário não tenha a obrigação de verificar a consistência das informações prestadas, pode ser o caso de nessa hipótese a companhia emissora não precisar contratar um intermediário, acessando diretamente um grupo restrito de investidores profissionais.

Com efeito, o papel da instituição intermediária deixa de fazer sentido se ela não tiver obrigação de fazer teste de consistência e zelar pelas informações fornecidas na oferta quando os investidores já são conhecidos da emissora, caso em que a instituição não tem o que intermediar.

Em suma, nosso objetivo com esta é chamar a atenção dessa i. CVM para o fato de que nem todo desconto regulatório será benéfico ao mercado, principalmente os que abrem a possibilidade de distorções como a atualmente existente nas ofertas restritas, onde há possibilidade de pessoas vinculadas à oferta terem acesso privilegiado a ela, em detrimento dos demais investidores. Por isso, descontos em regime mais protetivos que visam preservar o acesso a ofertas e uma correta e equitativa formação de preços devem ser evitados.

Cabe sempre, portanto, ponderar se o desconto regulatório pretendido efetivamente trará maior benefício às ofertas, sendo bem vindos descontos que reconhecem a qualificação do investidor a ponto de dispensar determinadas proteções sem perder de vista que mesmo os investidores profissionais devem ter segurança tanto no acesso às ofertas quanto na sua

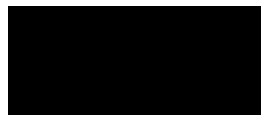
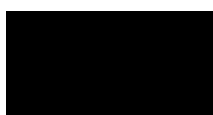


formação de preço. Por isso, não apoiamos nenhum desconto na regra que veda a alocação para partes relacionadas em caso de excesso de demanda, nem na formação de preço da Oferta e sua alocação.

Ainda, caso a CVM conceda descontos às próprias obrigações das instituições intermediárias, como o de não mais precisar fazer testes de consistência das informações prestadas pelo emissor, cabe avaliar se nesse cenário a presença de uma instituição intermediária seria ainda necessária ou cumpriria algum papel, se a emissora e os investidores profissionais já se conhecem.

Sendo o que nos cabia chamar a atenção, subscrevemo-nos com plena confiança de que essa CVM irá analisar todas as questões colocadas nesta audiência de maneira bastante criteriosa e fundamentada, zelando para que o regime de ofertas traga segurança ao mercado e proteção a todos os envolvidos.

Atenciosamente,



JGP Gestão de Crédito Ltda.