À
Superintendência de Desenvolvimento do Mercado
Comissão de Valores Mobiliários

Ref.: Audiência Pública SDM 01/24

1 Introdução

Faço referência ao edital de Audiência Pública em epígrafe, que versa sobre a criação em caráter experimental do ambiente de Facilitação do Acesso a Capital e de Incentivos a Listagens.

2 Facilitaçao do Acesso a Capital a emissores listados

É citado, no edital que:

> A CVM tem especial interesse em comentários e sugestões referentes aos requisitos para emissores de valores mobiliários serem classificados como CMP e, portanto, contarem com a possibilidade de dispensas de obrigações regulatórias previstas na norma

Os fundos de investimentos, em suas variadas formas e listados em ambientes de negociação, não são companhias de menor porte, abarcados pelos recentes artigos da Lei 6.404, principal base do novo ambiente experimental ora em audiência pública, e com elas não se confundem.

Ainda assim, dedico boa parte da minha participação nesta audiência pública em solicitar à CVM **a inclusão dos fundos de investimentos listados na possibilidade de realizar ofertas públicas diretas**, na forma dos artigos 26 e 32 da minuta. Tal solicitação é baseada principalmente na competência da CVM em editar normas **infralegais**, a exemplo da longa e detalhada Resolução CVM 160, e agora da nova futura resolução específica do FÁCIL, no tocante específico da criação das ofertas públicas diretas em paralelo às instruções da RCVM 160, sem alterações nesta última, que permanece válida em todos os seus aspectos. Especificamente:

> A CVM está propondo a adoção do FÁCIL em caráter experimental Em linha com essa abordagem, a Minuta A prevê instituir o regime experimental com as flexibilizações em texto normativo autônomo, em vez de modificar diretamente as Resoluções que preveem as obrigações dispensadas.

Dessa forma, as solicitações abaixo refletem essa mesma noção específica, de se incluir dispensas na nova regulação experimental e apartada, porém destinada a entidades já listadas. Há duas razões principais para essa sugestão.

A **primeira razão principal** é que ela vai ao encontro de um dos principais objetivos da instituição do FÁCIL, a saber, e citando diretamente do texto da Audiência Pública:

> A CVM pretende que o FÁCIL represente uma via para o acesso efetivo ao mercado de capitais, e não um facilitador para obtenção e manutenção de um mero registro formal junto a um regulador, o que pode induzir terceiros a equívocos.

O FACIL permite unificar o processo de registro, listagem e captação no mercado capitais de empresas de menor porte ainda não listadas e registradas, e também do contínuo **reacesso** deste mercado, desde que as emissões somem valores de R$ 300 milhões ou menos em janelas anuais, podendo executar ofertas públicas de volumes maiores pelos processos usuais da RCVM 160.

Ocorre que esse volume anual de emissões é também bastante apropriado para fundos listados, dos mais variados tipos e portes, e para além disso, no caso de fundos listados esses já contam com maior controle e tutelagem de governança e processos, na forma de seus administradores, gestores e outros prestadores de serviços. Em outras palavras, ofertas públicas diretas em fundos listados apresentam menor risco regulatório e operacional, em relação a empresas de menor porte, o que permite a inclusão desses entes no processo de oferta direta em caráter experimental, junto a empresas CMP.

A **segunda razão principal** é que a inclusão de fundos listados na regra de ofertas públicas diretas fornece ela mesmo incentivos diretos e indiretos à obtenção de resultados do ambiente experimental, e possivelmente seu eventual sucesso final.

Ao permitir a entes listados de realizar ofertas públicas diretas, esse procedimento já nasce com alguma demanda institucional, o que permite a mais rápida implementação e refinamento do processo, por entes de mercado já organizados. Assim, quaisquer empecilhos iniciais durante a implantação e execução de processos será suportada por entes mais capacitados, talvez evitando que empecilhos iniciais recaiam sobre entes ainda não organizados.

Segundo que o próprio exercício do mecanismo por mais entes, mesmo que entes já anteriormente listados, fornece subsídios indiretos aos entes não listados, em fornecer dados estatísticos sobre o procedimento em si, seus prazos e custos usuais, assim como o nível de adesão e funcionamento. Será muito menos "assustador" a entes não listados observar que o mecanismo funciona rápido, funciona bem e funciona continuamente, do que encarar o processo como incomum e alternativo.

Habilitar as ofertas diretas à fundos listados, na forma das redações sugeridas abaixo, não gera nenhuma outra <u>des</u>obrigação destes fundos listados. Uma preocupação, aliás, expressada no próprio texto da minuta.

> O requisito de anuência prévia de investidores está associado a uma situação com a qual a CVM tem especial preocupação: a de emissores que estejam sujeitos a um regime de cumprimento integral das normas estipuladas pela CVM e, por força de uma redução do valor de sua receita bruta, passem a se enquadrar como companhias de menor porte, pleiteando, assim, sua classificação como CMP e a consequente dispensa de obrigações regulatórias.

Nas propostas abaixo eu sugiro a possibilidade de ofertas diretas para fundos listados de forma <u>incondicional</u>, sem necessidade de aprovações específicas, conforme acima. Isso porque eu sugiro possibilitar aos fundos já listados de usar as dispensas específicas das ofertas públicas diretas, e nada mais, continuando assim estes fundos obrigados a seguirem todas as demais regulações.

A regulação poderia caminhar no sentido de atribuir um indicativo de "fundo de menor porte"

aos fundos listados, de forma que somente a estes seriam permitidos utilizar o mecanismo de ofertas públicas diretas. No entanto, eu acredito que isso seja desnecessário. Em vez de criar todo um novo atributo ou classificação nessa linha, é muito mais prático e muito menos oneroso regulatóriamente de criar uma obrigação ao administrador do fundo listado de verificar condições de "faturamento" do fundo, no momento da utilização da oferta pública direta, nos mesmos patamares das companhias de menor porte. Ou, o que é a minha sugestão efetiva, de permitir a utilização de ofertas diretas por todos os entes listados, desde que cumprida o único limite pelo volume de emissões em intervalos anuais.

Isso inclusive resolve um antigo problema de fundos imobiliários, pequenos e grandes, no que diz respeito a não poderem constituírem reservas por causa da regra de distribuição de 95% em regime caixa, e de conseguir cumprir os prazos de direitos de preferência em transações imobiliárias, quais a legislação atual exige que sejam cumpridos em 30 dias corridos, mas que o rito atual de emissões públicas junto ao público geral torna praticamente impossível de concluir nesse prazo. Apenas fundos e/ou emissões destinados a público profissional conseguem "competir" nessa esfera do direito cível, ficando os fundos de público geral praticamente incapacitados de exercer direitos de preferência em transações imobiliárias.

Essa questão fica ainda mais evidente no próprio texto do edital da Audiência Pública:

> Em consonância com outros casos já admitidos pela CVM de dispensa de instituições intermediárias, a permissão contida no dispositivo é somente para que o ofertante interaja diretamente com potenciais investidores.

Essa interação direta entre emissores e investidores é um ponto saliente e dolorido em fundos imobiliários com bases extremamente pulverizadas. Seja uma situação emergencial por ausência de reserva, seja uma situação eventual, no caso de direito preferencial imobiliário, ou mesmo situações do dia a dia, essa interação direta entre gestor de fundo imobiliário e atuais investidores, para além potenciais novos investidores, é algo que variados gestores, e grande parte dos investidores, já expressaram o desejo de operacionalizar, sem que haja mecanismo apropriado. A oferta pública direta vem ao encontro perfeito desse clamor.

O texto continua:

> A regra busca fazer com que, da perspectiva do investidor, a adesão à oferta direta, materializada na decisão de adquirir os valores mobiliários ofertados, seja similar àquela da aquisição de valores mobiliários negociados no mercado secundário mantido pela entidade administradora

Isso é justamente o desejo expressado pela grande base de cotistas atuais de fundos imobiliários, de variados gestores desses mesmos fundos de investimento. Alguns desses últimos perceberam, com alguma surpresa, que realizar emissões focados apenas para a base de cotistas atuais, mas **não** realizando oferta pública permitindo novos cotistas junto ao público geral, além de gerarem várias economias de escala, gerou também uma maior estabilidade de preços, mesmo na ausência total de esforços de estabilização. Em outras palavras, emissões com menos intermediários e menores custos geram melhores indicadores de negociabilidade do próprio valor mobiliário.

Essa constatação é expressada no texto da Audiência Pública, porém na inversa:

> Além de pôr em risco a realização da oferta, essa incerteza pode provocar maior volatilidade no preço dos valores mobiliários na posterior negociação no mercado organizado.

Isso é justamente o contrário do que parece ocorrer em emissões subsequentes de entes já listados, quando a emissão tem como destinatários a base atual de cotistas. Isso vale dizer que a incerteza e maior volatilidade é associada a ofertas destinadas ao público em geral, e não a todas as ofertas de maneira geral, sendo particularmente o contrário nas emissões destinadas à base atual de investidores. Mesmo em princípio, a emissão destinada à base atual de investidores demanda muito menos esforços de coordenação e incerteza, que por si só já reflete em menor chance de volatilidade na teoria, o que se reflete na prática.

Em outras palavras, habilitar o acesso das ofertas públicas diretas pode ter o efeito colateral de diminuir a volatilidade de valores mobiliríos que passam por emissões, ao incentivar indiretamente as emissões destinadas primariamente à base atual de investidores.

Gostaria de nesse ponto insistir em algo já comentado, mas agora do ponto de vista dos ambientes de negociação:

> A Minuta A dá margem para entidades administradoras estabelecerem prazos e procedimentos de análise dos pedidos de listagem, que levarão, se aprovados, à concessão automática de registro de emissor junto à CVM (art. 6º). A expectativa é que as entidades administradoras usem essa liberdade para estruturar um processo de análise mais flexível e que comporte múltiplas interações com os requerentes a fim de sanar possíveis pendências, que tendem a ser mais comuns nos casos de companhias menores e menos habituadas à produção de informações para investidores do mercado de capitais.

Expandir as facilidades da oferta direta para emissores já registrados, empresas ou fundos, por certo não estrutura ou exercita o processo de análise de entidades administradoras, mas estimula e exercita o processo de oferta pública direta em si mesmo, mantendo-o sempre pronto e funcional. Para além disso, o próprio uso da emissão direta por emissores já registrados é em si mesmo um incentivo da utilização do FACIL por novos emissores CMP, ao fornecer um histórico de bom funcionamento, conforme já argumentado acima.

Artigo 1º § 1º inciso IV (novo, renumerar demais)

	IV – às ofertas públicas diretas de distribuição de valores mobiliários emitidos por fundos de investimentos listados;

Artigo 1º § 2º (novo, renumerar demais)

	§ 2º As normas de caráter experimental de ofertas públicas diretas previstas nesta Resolução se aplicam a: I – emissores e ofertas de valores mobiliários idênticos ou substancialmente similares à valores mobiliários do mesmo emissor, já admitidos em ambientes de negociação;

Artigo 26 § 3º (novo)

	§ 3º O disposto no inciso II item b deste artigo se aplica a ofertas valores mobiliários emitidos por demais emissores registrados, mesmo que não sejam companhias abertas de menor porte.

Artigo 32

Art. 32. O emissor classificado como CMP pode realizar oferta pública direta ("oferta direta") de distribuição de valores mobiliários, nos termos desta Seção.	Art. 32. O emissor de categoria A ou B, com atributo CMP ou não, pode realizar oferta pública direta ("oferta direta") de distribuição de valores mobiliários, nos termos desta Seção.

Artigo 34

Art. 34. Somente o emissor classificado como CMP e que esteja em conformidade com as obrigações de envio de informações periódicas aplicáveis pode realizar a oferta direta.	Art. 34. O emissor classificado como CMP que não esteja em conformidade com as obrigações de envio de informações periódicas aplicáveis não poderá realizar ofertas diretas.

Artigo 60

I – acompanhar e supervisionar os emissores classificados como CMP listados nos mercados organizados por elas administrados e as ofertas diretas por eles realizadas nestes mercados;	I – acompanhar e supervisionar os emissores classificados como CMP listados nos mercados organizados por elas administrados e as ofertas diretas realizadas nestes mercados;

3 Periodicidade da apresentação de informações

> A CVM tem interesse em contribuições acerca deste tópico, em especial no recebimento de dados objetivos que auxiliem na estimativa dos impactos para emissores e investidores caso a periodicidade da apresentação de informações contábeis seja alterada de trimestral para semestral.

Fica a sugestão de dispensar a auditoria de informes trimestrais, mas não a sua omissão.

Ou seja, de continuar a obrigação de publicação de informes contábeis trimestrais, preferencialmente estruturados, ainda que não auditados, decorrente da importância das informações, atualizadas, assim como reforço da estruturação das empresas em contar com sistemática que permita o acompanhamento e publicação dessas informações, mesmo que não auditadas.

Isso se torna ainda mais relevante quando a emissão de títulos de dívida é contemplada na norma, e ainda que a existência de informes trimestrais não auditados represente um custo em si mesmo, a ausência dessas informações com essa regularidade se traduzem em custos maiores para esses emissores de dívidas, ao tornar o acompanhamento de *covenants* financeiros demasiadamente espaçados entre si, dificultando a auferição de *covenants* em si mesmos, por outros processos e procedimentos, o que por sua vez pode representar expressivo aumento dos custos de captação desses entes emissores de valores mobiliários em formato de dívida.

Artigo 20 § 6º

§ 6º Caso opte por não enviar à CVM o formulário de informações trimestrais – ITR, o emissor classificado como CMP deve divulgar o formulário de informações semestrais – ISEM, documento eletrônico em formato indicado na página da CVM na rede mundial de computadores que deve ser:	§ 6º Caso opte por não enviar à CVM o formulário de informações trimestrais – ITR auditado, o emissor classificado como CMP deve divulgar: a) o formulário de informações trimestrais – ITR documento eletrônico não auditado; e b) o formulário de informações semestrais – ISEM, documento eletrônico em formato indicado na página da CVM na rede mundial de computadores que deve ser:

4 Sugestõres redacionais menores

As sugestões abaixo não necessitam de comentários da CVM. Expressam apenas questões de estilo e situações menores.

4.1 FACIL

Em um certo sentido, as sugestões acima separam o FAC do IL, de forma que o ambiente experimental proporcione tanto a "Facilitação do Acesso a Capital" (FAC) do "Incentivos a Listagens" (IL), embora obviamente possam trabalhar em conjunto. E foi escrevendo isso que eu percebi que a sigla da nova regulação provavelmente deva ser escrita como FACIL (sem acento), em vez de FÁCIL (com acento), dado que Acesso não tem acento.

4.2 Atributo CMP vs Classificação CMP

O propósito da criação de uma classificação CMP, ortogonal, à categoria de emissor A ou B é explicado no texto da Audiência Pública (dados cadastrais, facilitar a identificação, distinção textual na norma). Faço a sugestão que esses emissores tenham o "atributo CMP", em vez de "classificação" CMP. Uma classificação do tipo sim/não é mais especificamente um atributo, do tipo "possui" *versus* "não possui". É uma sugestão bem menor, mas que provavelmente facilita a redação da norma e das convocações, assim como o exame de questões práticas limites, que poderão então ser expressas em termos de aquisição e/ou perda do atributo.

4.3 Procedimento de oferta direta, em vez de procedimento especial

O uso de uma terminologia genérica, "procedimento especial" na criação de novos procedimentos específicos, tende a gerar alguma concorrência com termos semelhantes de outras áreas. Esse efeito é inexistente no momento da criação da norma, mas tende a gerar efeitos adversos ao longo do tempo. Visando evitar isso, e já pensando na situação que o ambiente experimental caminhe para efetivação em procedimento normal, fica a sugestão de substituir todas as menções a "procedimento especial" por "procedimento de oferta direta".

4.4 Artigos 1 ao 9 com indicador ordinal

Eu notei isso ao escrever o texto, que os artigos 1 ao 9 contém indicadores ordinais (º), sendo

que os demais não. Imagino que seja algum padrão de estilo de normatização, mas não o sendo, fica a sugestão de remover os indicadores ordinais dos artigos, de forma a normalizar com a redação da maioria dos demais artigos.

5 Encerramento

Sem mais, e agradecendo novamente a oportunidade de participar dessa audiência pública,

São Paulo, 07 de Outubro de 2024

André L F S Bacci