

OF-DG-024/2021

São Paulo, 8 de julho de 2021

CVM - Comissão de Valores Mobiliários
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
A/C Sr. Antonio Carlos Berwanger
Rua Sete de Setembro, nº 111
CEP 20050-901 - Rio de Janeiro – RJ
Endereço eletrônico: audpublicaSDM0221@cvm.gov.br

Ref: Audiência Pública SDM nº 02/21

Prezados Senhores,

Na qualidade de associação representativa dos interesses dos intermediários do mercado de capitais brasileiro, a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (“**ANCORD**”) apresenta à Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**”) suas sugestões ao Edital de Audiência Pública SDM nº 2/21 (“**Edital**”), que colocou em discussão Minutas de Resolução que dispõem sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários, a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados e o registro de intermediários de ofertas públicas.

Antes de tratar dos aspectos das Minutas que mais chamaram a atenção das suas Associadas, a ANCORD congratula a CVM pela iniciativa de propor aprimoramentos ao regime jurídico aplicável ao funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários.

Nesse sentido, a manifestação da ANCORD busca se orientar pelas questões apresentadas pela CVM na Introdução da Audiência Pública SDM nº 02/21 e, também, pelas questões atinentes ao papel de suas Associadas, sobretudo na atividade de intermediação e distribuição de títulos e valores mobiliários, não apenas no mercado primário, mas também no mercado secundário.

A ANCORD, por meio de seu Conselho de Administração e equipe técnica, se coloca desde já à inteira disposição de V. Sas. para esclarecer e discutir qualquer aspecto da presente manifestação.

Atenciosamente,

DocuSigned by:



D9FC0CAB2E40466...

José David Martins Júnior

Diretor Geral

CONSIDERAÇÕES DA ANCORD SOBRE A AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 02/21

1) CONSIDERAÇÕES SOBRE A MINUTA A

Definições

Material Publicitário (Art. 1º, III)

No Art. 1º, inciso III, material publicitário é definido como *“cartas, anúncios, avisos, mensagens e similares, especialmente por meio de comunicação de massa impresso, audiovisual, ou eletrônico, assim como qualquer outra forma de comunicação de ampla disseminação com estratégia mercadológica e comercial dirigida ao público investidor em geral com o fim de promover a subscrição ou aquisição de valores mobiliários.”*

Com o objetivo de evitar que a definição ampla de material publicitário enseje a caracterização indevida de operações de oferta pública, a ANCORD sugere que sejam incorporados à definição, além da forma, os elementos do conteúdo do material publicitário que justificam a caracterização de oferta pública. Neste sentido, entende-se que o material publicitário deve conter, no mínimo, informações sobre datas, valores e riscos da operação.

Além disso, a ANCORD considera importante que seja explicitada, na definição, que a utilização dos materiais de divulgação no âmbito de outras transações, como os casos de exceção previstos no Art. 8, não enseja a caracterização de uma oferta pública. Em particular, existe a preocupação de esclarecer que relatórios de análise de valores mobiliários não sejam considerados como material publicitário para fins da presente norma.

Assim, sugere-se que a redação da definição de material publicitário incorpore, explicitamente, que *“não se constituem materiais publicitários as formas de comunicação utilizadas em transações previstas no artigo 8º e nem relatórios de análise de valores mobiliários”*.

Prospecto Definitivo (Art. 2º, XX)

Considerando a relevância do tema e as referências feitas ao longo do normativo, a ANCORD sugere que sejam incluídas no Capítulo I, Art. 2º, as definições de lote adicional e lote suplementar.

Além disso, no Art. 2º, inciso XX, alínea “c”, a definição de prospecto definitivo determina que devam constar, entre outras, informação sobre a *“quantidade de valores mobiliários objeto da oferta, inclusive aqueles constantes do lote adicional, assim como o eventual exercício da opção de distribuição do lote suplementar”*.

É importante notar que: i) o lote adicional poderá não ser exercido, e ii) nas ofertas de ações, a opção de lote suplementar poderá ser exercida até o último dia do período de estabilização, o que ocorre após a divulgação do prospecto definitivo. Desta forma, sugere-se ajustar a redação de forma a assegurar que tais situações sejam contempladas, como:

“c) a quantidade de valores mobiliários objeto da oferta, inclusive aqueles constantes do lote adicional, que foi ou que poderia ter sido exercido, assim como aqueles que poderão ser objeto de eventual exercício da opção de distribuição do lote complementar oportunamente.”

Caracterização da Oferta Pública

O Art. 3º caracteriza a operação de oferta de distribuição pública. Considera-se importante assegurar que a aplicabilidade da norma seja circunscrita aos casos em que ocorre, de fato, a captação pública de recursos de investidores, por meio da emissão ou alienação de valores mobiliários negociados em mercado de bolsa ou mercado de balcão (organizado ou não organizado).

Desta forma, as sugestões apresentadas pela ANCORD a seguir visam promover ajustes no Art. 3º de forma a não comprometer o regular funcionamento do mercado no que tange as operações que não são objeto do arcabouço normativo em análise.

Em particular, busca-se explicitar que tal arcabouço exclui as operações privadas, as operações do mercado financeiro e outras que são rotineiras em instituições financeiras, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, como, por exemplo, a captação de recursos em fundos de investimento abertos, a intermediação no mercado secundário ou a venda de títulos bancários ou de valores mobiliários mantidos em carteira própria. Tais operações possuem grande disseminação no mercado de capitais e a proliferação das plataformas de investimento abertas contribuem para a democratização de investimentos financeiros e para a diversificação dos produtos financeiros hoje disponíveis ao público em geral.

Para assegurar plenas condições de desenvolvimento do mercado brasileiro de capitais e não criar um custo de observância indesejado e potencialmente danoso, é fundamental que a norma de ofertas públicas não gere incerteza jurídica quanto ao atendimento dos intermediários às necessidades de investimento dos seus clientes.

Caracterização da Oferta (Art. 3º, caput)

O art. 3º determina que *“configura oferta pública o ato de comunicação oriundo do ofertante ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, por qualquer meio ou forma, cujo conteúdo ou contexto envolva a tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários”*.

A ANCORD sugere que o artigo seja alterado para.

“Art. 3º Configura oferta pública o ato de comunicação oriundo do ofertante ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, por qualquer meio ou forma, cujo conteúdo ou contexto envolva a tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a captação pública de recursos por meio da emissão ou alienação de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa ou mercado de balcão, em benefício do emissor, do ofertante ou, no caso de operações de

securitização, do cedente ou do devedor dos créditos securitizados, observadas as exceções previstas no artigo 8º.” (sublinhado para destacar as principais alterações sugeridas)

Documento de Aceitação da Oferta (Art. 3º, § 1º, I)

O artigo e item em referência determinam que “a utilização de documento de aceitação da oferta” seja um dos elementos para caracterizar uma oferta pública. No entanto, o conceito de aceitação da oferta não é definido na norma e, tomado pelo seu caráter amplo, pode abranger situações que não são típicas de ofertas públicas. A título de exemplo, os termos de adesão e ciência de risco de fundos de investimento abertos ou qualquer recibo ou confirmação de investimento em produtos financeiros, ainda que não decorram de oferta pública, poderiam ser caracterizados como “documento de aceitação da oferta”.

Considerando a existência de outros elementos, a ANCORD considera que a inclusão deste documento possa gerar mais prejuízo, em termos de incerteza jurídica e potencial aumento do custo de observância, de benefícios, em termos da caracterização adequada de uma oferta pública.

Utilização de Material Publicitário (Art. 3º, § 1º, II e Art. 8º, § 2º)

Conforme mencionado anteriormente, considera-se que a definição de material publicitário feita no Art. 1º é demasiado ampla, podendo levar ao enquadramento indevido de operações de natureza diversa como oferta pública.

De forma consistente com este entendimento, a ANCORD sugere que no inciso II em referência, o termo “utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral” seja substituído por “utilização de documentos da oferta dirigidos ao público investidor em geral”.

No Art. 8º, que trata das situações de não aplicação da norma, o § 2º estabelece que “não é permitida a utilização de material publicitário nas ofertas elencadas nos incisos do caput”.

A ANCORD sugere que seja eliminado esse parágrafo por tomar por base a ampla definição de material publicitário. Entende-se que a aplicação do dispositivo poderia inviabilizar operações que não se caracterizam como oferta pública.

Consulta de Viabilidade (Art. 3º, § 1º, IV)

O artigo e item em referência determinam como elemento que caracteriza uma oferta “a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados, ressalvada a hipótese prevista no art. 6º”.

Sugerimos eliminar este item IV uma vez que o Art 6º, justamente, já trata do tema de forma adequada e uma consulta de viabilidade (*pilot fishing*), além de ter alcance restrito, somente resultará em oferta pública no caso de respostas satisfatórias à consulta, não devendo, a consulta em si, ser caracterizada como um ato de oferta pública. Nesse estágio, a instituição intermediária compila informações de maior relevância, fornecidas pelo ofertante ou emissor, com o intuito de ter uma visão preliminar de potenciais interessados.

Vale ressaltar que o próprio consultado poderá ou não participar da oferta pública, sendo que, nesse caso, ele tomará sua decisão de investimento com base nos documentos da oferta e não com base no material da consulta de viabilidade.

Caso a consulta se mostre promissora, os coordenadores da oferta e o ofertante deverão tomar as medidas necessárias para assegurar que os documentos da oferta tenham todas as informações necessárias, verdadeiras, corretas e suficientes para que os investidores possam tomar uma decisão fundamentada de investimento.

Ofertas Não Sujeitas à Regulamentação

O Art. 8º aborda os casos de exceção que não se sujeitam à presente regulamentação. Com o objetivo de circunscrever, com clareza e segurança jurídica, as situações de aplicabilidade da norma, sugere-se a inclusão no Art. 8º das seguintes situações de exceção adicionais ao previsto na Minuta A:

- Venda ou intermediação de quaisquer títulos e valores mobiliários que não estejam admitidos à negociação em bolsa ou em mercado de balcão, incluindo, sem limitação, cotas de fundos de investimento abertos, certificados de depósito bancário e outros títulos e valores mobiliários autorizados pela CVM, desde que a clientes que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com o emissor, com o beneficiário da captação inicial (no caso de securitização), ou com a instituição intermediária, as quais, inclusive, têm sua função social e econômica justamente manter esse relacionamento com os clientes para possibilitar-lhes alternativas de investimento.
- Venda de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa ou em mercado de balcão, mantidos em carteira própria da instituição financeira (inclusive decorrente de exercício de garantia firme), desde que a clientes que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com o emissor, com o beneficiário da captação inicial (no caso de securitização), ou com a instituição intermediária.
- Venda ou intermediação de títulos e valores mobiliários cuja oferta esteja dispensada de registro, nos termos de regulamentação específica, como é o caso, por exemplo, de COE, de LIG e de LF nos termos da Resolução nº 8/2020.
- Negociações privadas realizadas fora de bolsa ou de mercado de balcão, ainda que envolvam valores mobiliários admitidos à negociação nesses ambientes, em particular as operações de alienação de controle ou de participação relevante, típicas de fusões/aquisições e de reorganizações societárias.
- Leilões de valores mobiliários realizados em bolsa ou em mercado de balcão, nos termos de regulamentação específica (a exemplo de leilões da Instrução CVM nº 168/1991).

A importância de se caracterizar com clareza situações que não configuram oferta pública de valores mobiliários está associada, em certa medida, ao desenvolvimento e disseminação de plataformas de investimento, por meio das quais, os intermediários têm buscado ampliar o leque de produtos disponíveis a seus clientes. Assim, visamos afastar o risco de que certas situações corriqueiras e inerentes às atividades das instituições possam ser vistas como ofertas públicas, o que certamente traria grande prejuízo ao desenvolvimento desse mercado e, em última análise, aos investidores.

Período de Silêncio

O Art. 11 estabelece que “... o ofertante, as instituições intermediárias e as pessoas contratadas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma devem abster-se de dar publicidade à oferta ou ao emissor no período:

I – que se inicia na data mais antiga entre:

a) o momento em que a decisão de realização da oferta foi formalizada em ato societário ou, no caso de oferta exclusivamente secundária em que não haja ato societário, o momento do engajamento de instituição intermediária; ou

b) o 30º (trigésimo) dia que antecede o protocolo do requerimento de registro da oferta junto à CVM ou à entidade autorreguladora autorizada pela CVM para análise prévia do requerimento de registro; e

II – que se encerra na data do anúncio ou comunicado de encerramento da distribuição”.

A ANCORD acredita que o inciso I, a) não precisa de forma clara um momento preciso, o que pode gerar incerteza jurídica sobre qual é a “*data mais antiga*”. Desta forma, com o objetivo de simplificar a aplicação e supervisão do dispositivo normativo, sugere-se eliminar o inciso I a) e manter apenas o I, b). Desta forma, o período de silêncio se iniciaria no 30º (trigésimo) dia que antecede o protocolo do requerimento de registro da oferta e se encerraria na data do anúncio ou comunicado de encerramento da distribuição.

Publicidade – Prazo para Encaminhamento à CVM

O Art. 12 define que, “*após o início do período de oferta a mercado, é permitido ao ofertante e às instituições intermediárias ou às pessoas contratadas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma dar ampla publicidade à oferta, nas condições estabelecidas por este artigo (...)*”, o que compreende a lâmina da oferta; material de caráter explicativo e educacional; material publicitário e apresentações para investidores.

O Art. 14 determina, em seu parágrafo único, que “*a utilização das comunicações permitidas pelo art. 12 independe de aprovação prévia pela SRE*”.

De forma a alinhar o texto proposto com a Deliberação CVM nº 818/2019, propõe-se acrescentar previsão de que tais comunicações “*devem apenas ser encaminhadas à CVM em até 1 (um) dia útil após a sua utilização*”.

Excesso de Demanda e Pessoas Vinculadas

O art. 55 determina que “*é vedada a colocação de valores mobiliários para pessoas vinculadas no caso de distribuição com excesso de demanda superior em um terço à quantidade de valores mobiliários inicialmente ofertada, sem levar em consideração a opção de distribuição de lote suplementar (art. 51) ou a colocação do lote adicional (art. 50)*”.

Flexibilização em Caso de Ofertas não Direcionadas ao Varejo

A ANCORD sugere que seja avaliada a flexibilização da vedação no caso de ofertas que não são direcionadas ao varejo. No caso de ofertas que tenham como público alvo os investidores profissionais ou qualificados, pessoas vinculadas naturalmente se enquadram como público alvo.

Cálculo do Excesso de Demanda

Outro aspecto que se considera importante esclarecer é que, em caso de procedimento de *bookbuilding*, o eventual excesso de demanda superior a 1/3 deveria ser calculado tomando por base os valores mobiliários demandados no preço ou na taxa final da oferta. Uma vez definido o preço ou taxa, entende-se que, se houve demanda suficiente para realização da oferta àquele preço ou taxa, os investidores que não os aceitaram não deveriam ser considerados para o cálculo de excesso de demanda, uma vez que terão deixado claro que só teriam interesse a preços menores ou a taxas mais altas. Não nos parece adequado, portanto, que pessoas vinculadas deixem de ser atendidas na oferta considerando tal “não-demanda”.

Vale ressaltar que as pessoas vinculadas, ao adquirirem os valores mobiliários objeto da oferta, têm naturalmente um alinhamento de interesses com o do ofertante ou emissor.

Bookbuilding

O § 2º do art. 60 define que “o ofertante em conjunto com a instituição líder pode estabelecer que o preço ou, tratando-se de valores mobiliários representativos de dívida, a taxa de remuneração, sejam determinados por meio de procedimento de precificação destinado a uma parcela (*tranche*) constituída exclusivamente por investidores institucionais, desde que os critérios aplicáveis a sua fixação sejam indicados no prospecto preliminar”.

A ANCORD sugere que, além de investidores institucionais, investidores profissionais e qualificados possam participar do *bookbuilding*. Entende-se que esses investidores têm capacidade de analisar adequadamente os valores mobiliários e os riscos envolvidos no investimento e estariam aptos a contribuir na formação de preço.

Na medida em que existe uma certa convergência de expectativas entre os investidores institucionais, a participação dos investidores profissionais e qualificados, com interesses e visões diferentes, tende a contribuir para melhorar a qualidade da formação de preço, o que concorre para redução do risco para os investidores de varejo.

Ressalta-se, por fim, que em produtos onde há, naturalmente, uma participação menor de investidores institucionais, a limitação proposta pode contribuir para a má formação de preço do ativo objeto da oferta.

Liquidação da Oferta por Terceiros

Os clientes que operam por diferentes intermediários podem realizar a reserva por meio de uma instituição e desejar liquidar a operação por meio de outra instituição, que não é participante da oferta. Acreditamos que esta flexibilidade, saudável e bastante usual, deva ser contemplada de forma mais clara na norma com o objetivo de dar segurança jurídica aos intermediários envolvidos.

Neste sentido, sugere-se a inclusão, no Art. 77, de dispositivo que explicita que não é considerado participante da oferta a instituição que liquidar operações realizadas por uma instituição participante da oferta.

Prospecto

Limitação de Alterações no Prospecto Preliminar (Art. 20)

A simplificação do Prospecto é muito bem-vinda pelas instituições intermediárias do mercado de capitais. É também plenamente justificado que a CVM deseje implementar aprimoramentos no Prospecto com o objetivo de assegurar a sua qualidade e, juntamente com a lâmina, melhorar o entendimento da oferta e dos riscos envolvidos por parte do público em geral.

No entanto, a limitação de alteração do prospecto preliminar somente à informação do preço ou da taxa de remuneração, conforme disposto no Art. 20, nos parece incompatível com o caráter dinâmico da vida dos emissores e da própria oferta.

Um elemento que deve ser passível de alteração em função da dinâmica interna na própria oferta é a quantidade ofertada.

Ademais, entre a divulgação dos prospectos preliminar e definitivo, a empresa permanece em atividade contínua, mantendo suas operações que podem, inclusive, contemplar empréstimos, amortizações de dívidas e outras que possam ter efeito sobre a oferta, não sendo possível supor que a empresa ficará estagnada à espera do encerramento da oferta. Tais eventos, que não se restringem à informações de preço ou taxa, impactam riscos e a alteração do Prospecto para contemplá-las é, no entender da ANCORD, plenamente razoável.

As ofertas de distribuição pública envolvem, tipicamente, prazos relativamente longos; período no qual as condições de mercado podem sofrer importantes alterações, levando a situações que seja necessário alterar algumas características da oferta, até para atender as responsabilidades do emissor com os acionistas e credores, conforme prevê a própria Lei das SAs.

Evidentemente, a flexibilidade requerida considerando o dinamismo do processo, os prazos alongados e a própria legislação não justificativa que se comprometa a qualidade do Prospecto preliminar. Desta forma, sugere-se que a CVM inclua outros elementos que podem ser alterados no Prospecto preliminar, além de informações de preço ou taxa, de forma legítima e justificada.

Alertas sobre a Destinação dos Recursos da Oferta (Dividendos e Empréstimos)

O Anexo A da Minuta A trata do Prospecto e, nas informações da Capa do Prospecto, o item 3 aborda alertas requeridos sobre os fatores de risco, responsabilidades da CVM e *disclaimers* relacionados à transparência na negociação e ao registro automático.

Avalia-se que um aspecto importante a ser incorporado nos alertas do Prospecto diz respeito à transparência quando os recursos obtidos por meio da oferta pública forem destinados à amortização de dívidas do ofertante/emissor.

Tendo em vista que os recursos não serão empregados na sua totalidade em atividades de desenvolvimento da companhia, sugere-se que sejam incluídas, nos alertas do Prospecto, informações sobre as principais características de operações de empréstimo que envolvam acionistas controladores do emissor e, se for o caso, se os recursos serão utilizados, total ou parcialmente, para liquidar ou amortizar tais empréstimos.

A sugestão tem por objetivo auxiliar o investidor a compreender melhor o plano de utilização dos recursos da oferta pública, considerando informações objetivas e completas sobre as condições de liquidez e de endividamento da empresa.

Vínculos Societários e Operações entre Coordenadores e Sociedades do Grupo Econômico

Ainda no Anexo A, na parte que trata das informações do Prospecto propriamente ditas, o item 10 aborda os relacionamentos e conflitos de interesse e requer “*a descrição individual das operações existentes entre coordenadores e sociedades do seu grupo econômico e cada um dos ofertantes e sociedades do seu grupo econômico, no caso em que tais operações gerem remuneração em base anual paga pelo emissor que seja equivalente a 20% ou mais das comissões incorridas na oferta*”.

Entende-se que o objetivo do dispositivo é identificar potenciais conflitos de interesse decorrentes de relações econômicas ou societárias relevantes entre as partes. Desta forma, sugere-se que, ao invés de descrever as transações individualmente, a descrição deveria ser composta por:

- Descrição da existência de vínculos societários;
- Descrição de operações de crédito existentes entre coordenadores e sociedades do seu grupo econômico e cada um dos ofertantes e sociedades do seu grupo econômico ou que tenham sido liquidadas nos 12 (doze) meses anteriores, a fim de identificar eventuais financiamentos que possam ter concorrido para fortalecer o emissor ou ofertante nesse período que antecede a oferta.
- Descrição, de forma agregada, de transações comerciais realizadas entre coordenadores e sociedades do seu grupo econômico e cada um dos ofertantes e sociedades do seu grupo econômico, cujo montante agregado nos 12 (doze) meses anteriores à publicação do Prospecto, seja maior ou igual ao montante das respectivas comissões esperadas com a realização da oferta.

Outros Temas de Interesse da CVM

Blackout Period

Por meio da Deliberação CVM nº 809/2019, a CVM provisoriamente flexibilizou o chamado *blackout period*, permitindo o registro de oferta pública no período iniciado no 16º (décimo sexto) dia anterior a divulgação de informações periódicas pelo emissor.

No entanto, na presente Audiência Pública, a CVM avalia que a flexibilização concedida não teria sido utilizada de maneira significativa.

Em diálogo mantido com as Associadas, a ANCORD avalia como benéfica a flexibilização do *blackout period*, na medida em que foi utilizada em diversas ocasiões de forma a viabilizar a realização de um maior número de ofertas. Destaca-se que o prazo adicional concedido pela flexibilização foi acompanhado de uma maior diligência nos casos em que a divulgação de informações periódicas do emissor foi realizada em prazo inferior a 15 (quinze) dias após a realização da oferta.

Responsabilidades do Intermediário Líder em Caso de Oferta para Investidor Profissional

A ANCORD acredita que as responsabilidades do intermediário em ofertas, mesmo para IP, ultrapassam a dimensão do risco da operação e abarca aspectos referentes ao *know your customer* e prevenção à lavagem de dinheiro, que concorrem para a segurança do mercado de capitais.

Desta forma, entende-se que a limitação da negociação de ativos ofertados para este tipo de investidor, por exemplo, possa ser adequada do ponto de vista de gerenciamento de risco e *suitability*, no entanto, devem ser levados em consideração outros aspectos de responsabilidade dos intermediários como a identificação do investidor e dos recursos investidos.

Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)

Os SPACs, que se assemelham a companhias de investimento, vêm ganhando popularidade no mercado norte-americano e não são vedadas pela regulamentação brasileira, conforme é explicitado na exposição da motivos.

A ANCORD entende que, nos SPACs, não é possível haver um plano de viabilidade econômica do investimento planejado com os recursos captados, uma vez que não existe definição da empresa na qual se pretende investir. Isto posto, alguns aspectos merecem destaque.

- Governança corporativa – por meio de um SPAC, existe uma oferta, a listagem e a expectativa de admissão à negociação de ativos de uma empresa que sequer está identificada. É fundamental assegurar que, por meio da regulamentação dos SPACs, seja preservada a adesão e o cumprimento das melhores práticas de governança corporativa, ainda que seja em segmentos de acesso ao mercado.
- Prazo – um ponto de atenção para fins de regulamentação é que se estabeleça um prazo para que os recursos captados sejam efetivamente integralizados em uma empresa, de forma a incentivar o comprometimento dos intermediários na captação. Na mesma linha, em caso de descumprimento do prazo definido, é importante que se definam penalidades de maneira a proteger o investidor neste tipo de captação.
- Tipo de Investidor - considerando o seu caráter inovador no mercado brasileiro de capitais, sugere-se que este tipo de oferta seja direcionada a investidores profissionais e qualificados.
- Informações financeiras e contábeis – assim como no mercado internacional, é importante prever um nível adequado de divulgação de informações que permitam ao investidor acompanhar os resultados de seu investimento em prazos semelhantes à empresas listadas.
- Auditoria da utilização dos recursos – a implantação de controles internos e auditoria interna para verificação da execução do projeto e do cumprimento das metas estabelecidas perante os investidores e reguladores.

CONSIDERAÇÕES SOBRE A MINUTA B

Objetivo da Minuta B

A Minuta B traz, entre suas principais inovações: i) a necessidade de registro dos intermediários líderes e coordenadores de ofertas públicas (art. 1º), e ii) a possibilidade de

que outras sociedades que atuem para distribuir valores mobiliários como agentes da companhia emissora (art. 3º), mesmo que não sejam instituições financeiras.

A CVM manifesta, em sua exposição de motivos, que o registro dos intermediários líderes e coordenadores de ofertas públicas representa um deslocamento do esforço de supervisão da Autarquia para a supervisão dos prestadores de serviço de intermediação. Também explicita sua preocupação de que a exigência de registro de intermediários não anule as reduções de custo de observância almejadas com a reforma do arcabouço regulatório das ofertas públicas.

A ANCORD acredita que a introdução do novo normativo representa, para as instituições financeiras e equiparadas atualmente autorizadas a atuar como intermediários líderes e coordenadores de ofertas públicas, um aumento injustificado do custo de observância, tendo em vista que tais instituições já são amplamente reguladas e supervisionadas tanto pela própria CVM quanto pelo Banco Central do Brasil.

Na verdade, uma vez que as exigências da Minuta B são redundantes em relação às regras já cumpridas pelas instituições atualmente autorizadas a atuar como intermediários líderes e coordenadores de ofertas públicas, seu único impacto para tais instituições, bem como para sua supervisão, seria o esforço adicional de cumprir com uma nova norma, sem benefício em termos de qualidade dos serviços prestados ou proteção do investidor.

No entanto, com a introdução da possibilidade de outras instituições atuarem na distribuição de valores mobiliários como agentes da companhia emissora, mesmo que não sejam instituições financeiras, a introdução de um normativo que preveja o registro e a supervisão de tais instituições parece imprescindível.

Neste sentido, uma primeira sugestão da ANCORD seria que a Minuta B seja aplicada aos agentes dos emissores que não sejam instituições financeiras, uma vez que tais agentes carecem, efetivamente, de um arcabouço regulatório específico uma vez que sua caracterização não é detalhada na norma. Uma questão que se coloca, inclusive, é se, para estes novos agentes dos emissores, o arcabouço proposto pela Minuta B seria suficiente para assegurar o mesmo nível de segurança e compliance que se aplica às instituições financeiras sujeitas a uma regulamentação muito mais abrangente e rigorosa.

Assim, ao mesmo tempo que se avalia que o arcabouço da Minuta B seja excessivo e redundante para instituições financeiras que atuam como intermediários líderes e coordenadores de ofertas públicas, se questiona sobre a sua efetividade regulatória para novos participantes que não sejam instituições financeiras.

Agente da Companhia Emissora

Em sua exposição de motivos, a CVM explica que o objetivo de introduzir a figura dos agentes da companhia emissora (art. 3º) que podem não ser instituições financeiras é aumentar a concorrência no setor de intermediação de ofertas públicas e possibilitar o atendimento de nichos de mercado mais específicos, tais como emissores de porte intermediário. A expectativa da CVM é que surjam prestadores de serviço que, com um custo compatível ao porte dos emissores e ao tamanho de suas ofertas, possam preencher a lacuna hoje existente entre o limite máximo de captação estipulado para o *crowdfunding* de investimento e o valor médio das ofertas públicas tradicionais.

Inicialmente, vale destacar que existe, atualmente, um conjunto amplo de instituições financeiras que fazem parte do sistema de distribuição, inclusive várias delas Associadas da ANCORD, que poderia preencher o nicho identificado pela CVM no atendimento à ofertas de emissores de porte intermediário, no espaço de captação pretendido.

Ainda que existam *boutiques* de investimento que atuem na captação de recursos para investimento em *private equity* e que se estime que tais instituições possam cumprir o papel de agentes do emissor, a infraestrutura necessária para distribuição de valores mobiliários em muito excede o relacionamento com os emissores/ofertantes e envolve aspectos de infraestrutura operacional e tecnológica que vão desde a adoção de princípios de *know your customer* e prevenção à lavagem de dinheiro até a operacionalização de reservas em ampla escala.

Acredita-se que acordos de cooperação entre as *boutiques* de investimento e os intermediários atualmente autorizados possam ser um caminho mais natural, menos custoso e mais seguro para se alcançar o objetivo pretendido pela CVM. Desta forma, cada parte desempenharia o papel no qual possui maior expertise e conhecimento acumulado, não sujeitando os investidores ao risco de instituições pouco especializadas ou dotadas de ferramentas menos sofisticadas para o tratamento em larga escala de operações no mercado financeiro e de capitais, sobretudo, considerando que existem um conjunto apreciável de instituições que reúnem tal capacitação. A ANCORD acredita que a inspiração para a criação dos agentes dos emissores sejam os *Nominated Advisors* (NOMAD) que, no mercado britânico, são empresas de serviços financeiros, credenciadas pela *London Stock Exchange* (LSE) para assessorar emissores de menor porte a se listarem no *Alternative Investment Market* (AIM).

Os NOMADs têm como principal função assegurar o cumprimento das normas pelo emissor assessorado, atuando como um guardião da governança da companhia. Desta forma, uma característica da sua contratação pelo emissor é que ela possui um caráter muito mais permanente e não está vinculada à realização da oferta pública das ações da companhia. Na verdade, ainda que a regulamentação permita que o NOMAD seja intermediário na operação de oferta pública, identificam-se potenciais conflitos de interesse, uma vez que o objetivo do intermediário é obter o melhor resultado da oferta e o do NOMAD é zelar pelo cumprimento rigoroso das obrigações do emissor.

Comparativamente, os agentes dos emissores, conforme previsto na Minuta B, possuem papel restrito à função de intermediação da oferta, sem a desejada contrapartida em termos de responsabilidades pelo cumprimento dos princípios de governança corporativa.

O agente do emissor deve estar vinculado à emissão e não somente ao emissor de valores mobiliários. A emissão compreende aspectos técnicos e operacionais que são a área de atuação das instituições financeiras. Desta forma, defendemos que o arranjo mais eficiente para o mercado, em termos de custos e riscos, seria uma cooperação com as instituições financeiras que já integram o sistema de distribuição. Portanto, a ANCORD acredita que a introdução do agente do emissor vinculado à oferta não necessariamente melhorará as condições de atendimento das necessidades dos emissores de menor porte e pode criar situações de arbitragem regulatória nas quais tais emissores buscam instituições com níveis de regulação menos exigentes. Considerando que tais empresas são, possivelmente, as que

requeririam maior escrutínio por parte dos investidores, considera-se importante que a intermediação das operações de oferta seja realizada por entidades que possuem regulamentação ampla, rigorosa e testada.

Concluindo, a ANCORD sugere que a Minuta B seja aplicada somente aos agentes dos emissores e que sejam detalhadas as suas responsabilidades nos processos envolvidos no âmbito da oferta pública de forma simétrica com as atualmente existentes para instituições financeiras