

À
Superintendência de Desenvolvimento do Mercado
Comissão de Valores Mobiliários

Ref.: Audiência Pública SDM 02/21

1 Introdução

Faço referência ao edital de Audiência Pública SDM 02/21, que versa basicamente da reformulação geral dos ritos de emissão de valores mobiliários e instituições relevantes ao processo de emissão.

2 Sugestões à minuta

2.1 Prioridade de investidores em fundos de investimento

É citado, no edital que:

Cabe ainda destacar que a prioridade não se aplica a ofertas de cotas de fundos de investimento, que devem observar o que a respeito dispuserem seus respectivos regulamentos.

Acredito que o texto acima se refira a fundos de investimentos *abertos*, já que fundos de investimento fechados dependem, basicamente, dos mesmos procedimentos de emissão de ativos, onde podem ocorrer a diluição dos antigos cotistas em caso de emissões a preços diferentes do respectivo valor contábil da cota.

Um passo além, talvez necessário, seria prever a obrigação de estender a possibilidade de direito de preferência dos atuais acionistas/cotistas em todas as situações de emissões de valores mobiliários, não apenas naquelas onde há restrição de de público alvo. Essa preferência, ocorrendo em tempo concorrente à própria emissão, não oferece empecilhos de implementação tão mais custosos que o atual processo de emissão, em custos ou em tempo de execução.

2.2 Definição de emissor frequente

O Art. 1º inciso VII define o “emissor frequente de valores mobiliários de renda fixa - EFRF”. Aqui faço a crítica que a partícula “de renda fixa” é algo alienígena, dado que a própria definição estende para emissores “de ações” e logo depois ainda acrescenta os “emissores de valores mobiliários que não sejam representativos de participação no capital”, que é um amplo aspecto.

Mais claro, aqui, seria definir apenas como “emissor frequente de valores mobiliários - EFVM”, que descreve melhor a classe de emissores.

2.3 Definição de “oferta a mercado” como período de captação

O Art. 1º inciso VII define “oferta a mercado” como sendo o “período da oferta em que podem ser

realizados esforços de venda, inclusive sendo admitidas reservas ou ordens de subscrição ou aquisição, e que se inicia com a divulgação do aviso ao mercado, nos termos do art. 56;"

Aqui acredito que o termo apropriado deveria ser algo na linhas de:

- oferta aberta;
- período de distribuição;
- período de oferta;
- período de captação;

Com maior preferência às duas últimas, que contém a partícula "período". Isso oferece simetria em relação à definição de "período de distribuição".

Além disso, libera o termo "oferta a mercado" para a definição a seguir.

2.4 Definição de "oferta a mercado" como sendo captação por mercado secundário

Sugiro a definição do termo "oferta a mercado" como sendo àquela onde a captação ocorre pela venda direta de ativos através de mercado aberto, seja no mercado secundário, seja via mercado de opções.

Isso é condizente com o uso de terminologia internacional, "*at-the-market offering*"; que fornecem vantagens adicionais de emissão de valores e captação de recursos por empresas e fundos, em arranjos potencialmente muito mais econômicos e mesmo em situações anômalas de mercado,¹ fora da sistemática "tudo ou nada" dos atuais esforços de emissão de valores.

A abaixo eu transcrevo o resumo fornecido pela Wikipedia² do termo, sendo que o artigo original contém ainda noções sobre o uso, prevalência, vantagens e desvantagens desse mecanismo.

*An **at-the-market (ATM) offering** is a type of follow-on offering of stock utilized by publicly traded companies in order to raise capital over time. In an ATM offering, exchange-listed companies incrementally sell newly issued shares into the secondary trading market through a designated broker-dealer at prevailing market prices. The broker-dealer sells the issuing company's shares in the open market and receives cash proceeds from the transaction. The broker-dealer then delivers the proceeds to the issuing company where the cash can be used for a variety of purposes. A higher stock price means a greater amount of money can be raised. The issuing company is able to raise this kind of capital on an as-needed basis[1] with the option to refrain from offering shares if the available prices on a particular day are unsatisfactory. ATM offerings can be started and stopped at any point, and they can also become more aggressive by selling more shares and raising more money when there is an opportunity in the market or additional need by the issuing company. ATMs can be positioned in advance of an upcoming liquidity event or major milestone to take advantage of increased liquidity and a rising stock price.*

Essa sugestão implica em algum esforço de regulação específica,³ e trata-se obviamente de uma inovação no mercado brasileiro. Mas em linha com o tema geral de reforma e unificação do ritual de emissões públicas da presente audiência pública, acredito que é momento apropriado para

1 <https://news.gamestop.com/news-releases/news-release-details/gamestop-announces-market-equity-offering-program> e <https://www.cfo.com/capital-markets/2020/07/at-the-market-offerings-a-good-option-when-volatility-is-high/>

2 https://en.wikipedia.org/wiki/At-the-market_offering

3 <https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2020/06/wtd--atm-offerings.pdf>

avançar nesse ponto.

Entre as situações anômalas onde uma emissão a mercado, no sentido aqui proposto, é uma alternativa relevante à situação elencada pela definição do atual inciso XIV, de forma que artigos que referenciem essa definição talvez tenham de também serem revisados no caso da redefinição de “oferta a mercado”. Em especial, sugiro a inclusão:

Artigo 49 (inclusão)

	IV – no caso de ofertas a mercado, as mesmas podem ser implementadas através do mercado a vista ou do mercado de opções;
--	--

2.5 Tratamento do Risco de Diluição

Embora eu compreenda a atual redação proposta do Art. 42 § 2º, no mínimo eu sugiro uma regra de transição, nas linhas de que as assembleias convocadas para reformulação de regulamentos em função da nova sistemática de emissões, seja excepcionalmente permitido a alteração de regulamentos em quórum reduzido em pautas flexibilizando atuais restrições de direito de preferência em regulamentos. São notórios os casos de FIs que nasceram com tais restrições e que chamaram assembleias com votação massiva no sentido da flexibilização, mas que não atingiram quórum de alteração do regulamento.

Com a atual redação do Art. 42 § 2º sacramentando a questão, acredito ser necessária a inclusão de uma regra de transição assim.

Nessa mesma direção, sugiro ainda, separadamente, uma nova redação do caput do artigo:

Art. 52, alteração

Art. 52. Nos casos de oferta pública em que exista restrição de público-alvo que implique risco de diluição para atuais detentores do valor mobiliário objeto da oferta, deve ser concedida prioridade aos atuais detentores dos valores mobiliários sem quaisquer restrições, observado o disposto no § 2º deste artigo.	Art. 52. Nos casos de oferta pública que implique risco de diluição para atuais detentores do valor mobiliário objeto da oferta, deve ser concedida prioridade aos atuais detentores dos valores mobiliários sem quaisquer restrições, sendo necessária a justificação pública e prévia de emissão que não contemple tal prioridade.
---	--

Ou seja, pela remoção de condicionantes, pelo direito de preferência como padrão, e a exclusão da preferência apenas em casos excepcionais e justificados caso a caso.

Essa redação é justificada como uma proteção ao público geral, mais notadamente os cotistas de fundos imobiliários, que tem enfrentado frequentes situações de emissões abaixo do valor patrimonial, necessariamente dilutivas, assim como casos mais restritos mas não menos expropriantes, como foi o caso das emissões da Porto Sudeste VM SA, onde emissões de pouco mais de um milhão de reais ao longo dos anos, para pagar despesas financeiras, gerou a completa diluição dos cotistas anteriores, emissões essas aos irrisórios valores de R\$ 0,0002 e R\$ 0,0003145 por cota,⁴ sendo que os valores de secundário rondavam (e ainda rondam) os R\$ 5,00 a R\$ 6,00.

4 Páginas 32 e 33 de <https://www.portosudeste.com/media/1531/porto-vm-2020-demonstracoes-financeiras.pdf>

Uma transferência patrimonial maciça em prol dos novos cotistas que subscreveram cotas a preços efetivamente irrisórios, em processo completamente opaco.

2.6 Seção V – Período de Oferta e Período de Distribuição

Em linha com as sugestão anterior, renomear o título da seção de referências para Período de Oferta e Período de Distribuição.

Observo que, ao escrever isso, ainda não tinha ficado claro para mim qual dos termos era mais geral e mais restrito, respectivamente, em termos de expansão temporal. Acima, no título, eu usei a versão conforme sugerida, onde essa dúvida é mais fraca -- no sentido que o período de oferta abrange o período de distribuição.

2.7 Preço de emissão

A atual redação proposta do Art. 60 é taxativa: "O preço da oferta é único."

Acredito que isso é inapropriado por duas razões:

1. Primeiro, que inviabiliza as emissões a mercado, como aqui sugerido;
2. Segundo que gera desalinhamento em emissões de fundos fechados.

O primeiro ponto é bastante óbvio. Em emissões a mercado, que se utiliza das condições flutuantes do mercado secundário, um preço único, prévio, se torna inviável.

O segundo ponto é um pouco mais sutil, e exige maior explicação. É grande o debate de custos de emissão, principalmente em fundos imobiliários, onde o crescimento e popularização da indústria **não** geraram benefícios aos cotistas, principalmente na questão de custos de emissão, onde os ganhos de escala não estão sendo transferidos.

Em claro português, a atual base acionária nada vale. É um zero a esquerda na equação de emissões.

Isso se fica ainda mais claro no caso de fundos imobiliários já grandes, com extensa e fiel participação em emissões subsequentes. No caso de emissão de um fundo assim, os atuais cotistas pagam *o mesmo custo de emissão* que novos cotistas, mesmo que o esforço de venda para esse grande segmento é, na melhor das hipóteses, nulo.

Um custo elevado para um serviço *não* prestado.

Grande parte dessa distorção nasce justamente da redação proposta como tal do Art. 60. De forma que eu faço a seguinte sugestão inicial:

Art. 60, novo parágrafo

	§ _º Fica autorizada a definição de preços e condições mais favoráveis, no caso do direito de preferência, em função de interesses legítimos dos atuais acionistas ou cotistas.
--	---

O segmento "em função de interesses legítimos dos atuais acionistas ou cotistas" incluído em simetria à semelhante redação do atual Art. 60 § 1º.

Artigo novo

	Art. _° O preço da oferta pode ser reduzido em função dos custos efetivos de distribuição, principalmente em relação ao exercício de direitos de preferência da oferta.
--	---

2.8 Art. 60, § 6° (inclusão)

Novo inciso (após o II)

	III – Conter as condições aplicáveis caso a oferta tenha excesso de demanda;
--	--

A justificativa aqui é que tem acontecido que nos documentos de emissões restritas, há algum detalhamento das condicionantes de em caso de emissão parcial -- o atual inciso II -- mas nenhum detalhamento em caso de excesso de demanda, o que viabiliza o planejamento de situação parcial numa direção mas não em outra.

2.9 Art. 72, redação amigável aos incisos

A seguir eu trago uma sugestão mais amigável dos incisos do Art. 72 propostos, que num primeiro momento parecem não acrescentar nada. Por isso eu primeiro preciso me justificar.

Há uma longa e terrível tradição, no que se refere à emissões, de documentos, sites e *home brokers* de copiarem, *ipsis litteris*, o texto das instruções da CVM, no que se refere as condicionantes de emissão.

Isso por sua vez gera enorme atrito com acionistas e cotistas, que ficam completamente perdidos em qual opção escolher. A tal ponto de, por medo, as pessoas escolherem só a opção que parece menos assustadora, para só depois descobrir que não era a opção que desejavam.

Lutar no nível das corretoras para mudar isso se mostrou completamente improdutivo. Então é o caso de resolver a questão na raiz, de forma que eu proponho a inclusão de novo parágrafo:

Art. 72, novo parágrafo

	§ 2° Fica sugerida a utilização da seguinte redação, nessa ordem, para os casos usuais previstos no § 1°, podendo o [agente] utilizar-se de redação própria em casos em que a situações a seguir não se apliquem: I – No caso de emissão parcial, recebe o máximo solicitado; II – No caso de emissão parcial, recebe parcial, proporcional à emissão; III – No caso de emissão parcial, não recebe nada.
--	--

3 Encerramento

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

São Paulo, 08 de Julho de 2021

André Luis Ferreira da Silva Bacci