



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 17/2020-CVM/SDM

Rio de Janeiro, 23 de julho de 2020.

Ao SGE/COL

Assunto: Pedido formulado pela ANBIMA de extensão da suspensão dos lock ups de emissão e negociação concedidos pelas Deliberações 848 e 849

Senhor Superintendente Geral

1. Trata-se de pedido formulado pela ANBIMA (1054403) de extensão das suspensões introduzidas pelas Deliberações CVM nº 848 e 849, de 2020, editadas no final de março de 2020, como forma de mitigar os impactos sobre a economia da pandemia causada pelo novo coronavírus. Entre as medidas adotadas pela CVM no âmbito de tais deliberações, estavam a suspensão das restrições:

- de 4 meses para a realização de novas ofertas para o emissor, prevista no art. 9º da ICVM 476 (“lock up de emissão”), válida até 25 de julho;
- de 90 dias para que os valores mobiliários sejam negociados nos mercados regulamentados entre investidores profissionais, prevista no art. 13º da ICVM 476 (“lock up de negociação”), aplicáveis para as ofertas subscritas dentro do prazo da deliberação e não pela data de encerramento, válida até 31 de julho;

2. Segundo a requerente, a primeira medida *“foi muito positiva para o mercado, pois viabilizou emissões no atual cenário, permitindo que as companhias realizassem captações para fazer frente às necessidades de giro dos seus recursos”*, enquanto a segunda flexibilização *“foi de extrema relevância para a manutenção das negociações no mercado secundário, considerando os desafios de liquidez”*.

3. A requerente defende que *“embora o mercado não esteja mais apresentando sinais de disfuncionalidade como no início da pandemia, o cenário ainda é de incerteza. Neste sentido, a suspensão do lock up de emissão será uma ferramenta importante para que as companhias continuem realizando emissões pontuais para captação de recursos, mantendo o mercado de capitais como uma fonte de captação.”*

4. Com relação ao lock up de negociação, a requerente afirma que *“a sua suspensão também é relevante para manutenção da liquidez no mercado secundário, considerando que o mercado de dívida ainda se recupera dos*

impactos dos resgates apresentados pela indústria de títulos privados de renda-fixa no cenário COVID-19."

5. Consultada sobre o pedido de prorrogação dos lock ups, a SRE se manifestou no Memorando 11 (1059922) contrariamente à concessão da extensão de ambos. A SRE ressaltou em seu memorando que os efeitos da suspensão foram positivos e tempestivos, contribuindo para reduzir o impacto das *"dificuldades enfrentadas no mercado de crédito, e ainda na liquidez de veículos de investimento em um cenário inicial de aumento nos saques na indústria de fundos."*

6. Na sequência, a SRE afirmou que apesar dos benefícios verificados, não vislumbra mais *"a necessidade de manutenção de certas medidas regulatórias adotadas no início da pandemia, tendo em vista as atuais condições macroeconômicas, em especial a rápida recuperação do mercado de capitais favorecida pela trajetória de queda da taxa de juros a níveis historicamente baixos."*

7. E alerta que *"a ausência desses lockups pode ter criado um cenário favorável à criação de certas distorções, especialmente com relação ao preço dos papéis ofertados."*

8. Dentre as distorções identificadas, segundo a SRE, está um movimento por parte de alguns coordenadores no sentido de subscrever os títulos a taxas de retorno e revendê-los imediatamente a taxas inferiores no mercado (com o preço do título mais alto). Como se sabe, em tais ofertas o processo de descoberta de preço mediante a atuação das forças de oferta e de demanda no mercado pode ser bastante mitigado ou mesmo inexistente.

9. Foram citados, ainda, depoimentos de participantes no sentido de que tais medidas não se fazem mais necessárias, dado que:

(i) os reflexos da crise no mercado de crédito privado já teriam se estabilizado, tendo os resgates de fundo de crédito, por exemplo, voltado a patamares vistos antes do início da pandemia;

(ii) as taxas praticadas no mercado secundário de crédito corporativo estariam em uma tendência de queda, o que sinalizaria uma maior demanda pelos títulos e a consequente recuperação do mercado;

(iii) após as medidas adotadas pela CVM, outras medidas foram tomadas pelo Governo Federal visando a tratar questões surgidas por conta da pandemia, que também estariam contribuindo para melhorar as condições de crédito e liquidez.

10. A SRE entende, portanto, que a prorrogação de tais medidas regulatórias não são necessárias e, ainda, que *"seria importante observar como o mercado secundário irá se comportar após o ponto alto da crise, ainda sob efeitos das consequências econômicas advindas da pandemia, previamente à finalização do novo arcabouço jurídico das ofertas públicas que será oportunamente submetido à audiência pública, o que seria mais um motivo para sermos favoráveis a não renovação das suspensões, introduzidas pelas Deliberações 848 e 849, em relação aos artigos 9º e 13 da ICVM 476"*.

MANIFESTAÇÃO DA SDM SOBRE O PEDIDO

11. A Instrução CVM nº 476, de 2009, foi editada em um cenário muito diferente do atual. Buscava-se implantar um regime ágil e menos custoso para a oferta de valores mobiliários por parte dos emissores e a CVM optou por um modelo que dispensava o registro da emissão pública, previsto no art. 19 da Lei 6.385, de 1976, e, ainda, o registro do emissor de valores mobiliários, previsto no art. 21 da mesma Lei.

12. Como contrapartida de tais flexibilizações e com o objetivo de mitigar o mau uso da norma, foram estabelecidas algumas restrições, dentre as quais os

dois lock ups objeto do presente pedido.

13. Ambos constavam da primeira versão da norma submetida à audiência pública, ainda em 2008. O lock up de emissão de quatro meses foi justificado pela SDM, no relatório de audiência pública^[1] como necessário para “prevenir a realização de ofertas sucessivas em curto espaço de tempo que, em conjunto, ultrapassem os números máximos de destinatários, subscritores e adquirentes estabelecidos na instrução.”

14. De fato, tal preocupação se justificava, uma vez que a sua ausência permitiria que emissores emulassem o efeito de uma oferta registrada e destinada ao público em geral, prevista no rito da Instrução CVM nº 400, de 2003, com a realização de ofertas sequenciais.

15. O lock up de negociação de 90 dias, por sua vez, se justificava para evitar que logo após o término da oferta, os valores mobiliários se disseminem ultrapassando o número máximo de investidores, conforme constou do referido relatório de audiência pública.

16. Além disso, tal restrição tem o efeito de realçar ao investidor a importância diligência necessária para a correta avaliação sobre a aquisição do valor mobiliário, uma vez que este ficará com ele retido durante um período.

17. Feitas as considerações históricas, é importante notar que, pelo curto espaço de tempo transcorrido entre o recebimento do pedido e sua submissão ao Colegiado, não foi possível fazer análises aprofundadas sobre o número médio de investidores adquiriram tais os valores mobiliários ofertados por meio da Instrução CVM 476, de 2009, bem como o prazo e as condições em que foram revendidas no mercado secundário.

18. Entretanto, em consulta na página da Autarquia na rede mundial de computadores, foi possível analisar dados relativos ao número de ofertas, volume financeiro e o número de companhias que realizaram mais de uma oferta sob a égide da Instrução CVM nº 476, de 2009, considerando as ofertas de debêntures simples, conforme tabela que segue adiante:

Emissões de debêntures via Instrução CVM nº 476, em 2020 encerradas		
Mês	Número de operações	Valor
Janeiro	18	R\$ 4,7 bi
Fevereiro	22	R\$ 5,2 bi
Março	27	R\$ 5,8 bi
Abril	35	R\$ 8,9 bi
Maio	31	R\$ 11 bi
Junho	13	R\$ 3,6 bi
Julho	7	2,8 bi

Total	153	R\$ 42 bi
-------	-----	-----------

19. Adicionalmente, de todas as 153 operações, apenas 9 foram realizadas de maneira repetida pelo mesmo emissor, conforme quadro abaixo:

Companhia	Data da 1ª operação	Data da 2ª operação
Litela Participações S.A.	21/01/2020	31/03/2020
Mrv Engenharia E Participações S/A	01/04/2020	14/04/2020
Lojas Renner Sa	07/04/2020	30/04/2020
Eneva S.A.	09/04/2020	24/06/2020
Brk Ambiental Participações S.A.	24/04/2020	26/05/2020
Lojas Americanas Sa	19/05/2020	29/05/2020
Fras-Le Sa	09/06/2020	09/07/2020
Multiplan Emp. Imobiliarios S/A	02/07/2020	17/07/2020
Cia Saneamento Básico Estado São Paulo	27/02/2020	10/07/2020

20. Assim, tomando como base esses dados, é possível concluir preliminarmente que:

- a medida foi eficaz, permitiu a realização de um número significativo de ofertas no período de março a julho, sendo que o alto volume dos meses de abril e maio indicam que foi um auxílio muito relevante nos meses mais críticos da pandemia; e
- se não houve um uso intenso do *lock up* de emissão, também não parece ter havido abuso da utilização do relaxamento conferido, pois em nenhuma ocasião houve a realização de mais de duas ofertas no período pela mesma companhia

21. Com base nos relatos colhidos e na própria experiência de supervisão da SRE, área técnica responsável pela supervisão das ofertas públicas realizadas sob a égide da Instrução CVM nº 476, de 2009, e nas reportagens que foram anexadas a este processo, também é possível inferir que:

- em boa parte das ofertas, houve a aquisição total ou significativa dos valores mobiliários ofertados por parte da instituição intermediária, mediante exercício da garantia firme; e
- foi possível verificar o interesse de investidores institucionais na aquisição dos

valores mobiliários ofertados, por meio de negociações secundárias que se seguiram às ofertas primárias.

22. É relevante mencionar, ainda, que no novo arcabouço que está sendo construído para as ofertas públicas, se propõe excluir ambos os lock ups, permitindo mais flexibilidade para a realização das ofertas e atuação dos investidores, ainda que se pretenda estabelecer um sistema de freios e contrapesos para prevenir falhas de divulgação e de precificação da oferta.

23. Nas ofertas com número restrito de investidores as tranches oferecidas tendem a ser muito grandes reduzindo sua atratividade e “justificando” dificuldades de precificação. Acreditamos que permitindo e incentivando a ampla divulgação da ocorrência da oferta, aliada a retirada da limitação quanto número de investidores, haverá a convergência para o procedimento de bookbuilding, mitigando a possibilidade de problemas de precificação.

24. Feita a análise empírica com os dados e informações disponíveis, a SDM considera que os impactos da pandemia na economia ainda se fazem presentes, afligindo muitas empresas, especialmente as de menor escala operacional, na busca por crédito para ultrapassar esse momento de grande dificuldade.

25. Como se sabe, a Instrução CVM nº 476, de 2009, alberga ofertas públicas de emissores não registrados e de porte significativamente inferior aos emissores registrados na Autarquia. São também típicas as ofertas de instrumentos de dívida no âmbito de tal Instrução, oferecendo uma resposta aos anseios de capital de giro de diversas empresas.

26. A SDM acredita que a CVM deva facilitar a captação de recursos no mercado de capitais de maneira geral, sobretudo dentro do regime célere e menos custoso da Instrução CVM nº 476, de 2009, sem, contudo, deixar de resguardar o interesse dos emissores, investidores e devendo impedir eventuais práticas abusivas.

27. Nesse sentido, a SDM se alinha a posição da SRE no sentido de não conceder a prorrogação do lock up de negociação, que vem permitindo que os valores mobiliários sejam oferecidos no mercado secundário em período muito curto após a sua oferta primária e, assim, promovendo possíveis práticas indesejáveis no mercado.

28. A argumentação em torno da manutenção deste lock up se associava a conferir um incentivo à instituição financeira a adquirir os títulos, provendo liquidez e exercendo, se necessário, a garantia firme das ofertas contando com a possibilidade de revenda mais facilitada na sequência.

29. Não se pretende entrar no mérito da atuação destes participantes de mercado, que podem ser analisados em sede de supervisão. Porém, se há negócios em volume relevante no momento imediatamente seguinte ao da realização da oferta a preços distintos, conforme indicam os relatos, há indícios de que a suspensão excepcional do lock-up de negociação possa já ter cumprido seu papel.

30. Por outro lado, a manutenção da suspensão do *lock up* de emissão deve provocar um efeito positivo para a recuperação dos negócios, na medida em que permitirá aos emissores retornar ao mercado em um prazo mais curto para captar. Tal prorrogação tem o potencial de permitir que os emissores realizem ofertas menores e, assim, tenham mais chances de captar junto aos investidores profissionais, mitigando a insegurança quanto ao sucesso da oferta e a necessidade de contratos de garantia firme.

31. Adicionalmente, quanto aos riscos de emular uma emissão registrada e ultrapassar os limites de investimento, acreditamos que o espaço de tempo limitado da medida é um mitigador importante desse risco.

32. Dessa forma, e pelos motivos citados acima, a SDM sugere ao Colegiado não acatar o pleito de prorrogação do *lock up* de negociação de 90 dias e se coloca favorável à prorrogação do prazo da suspensão do *lock up* de emissão de quatro meses previsto no art. 9º da Instrução CVM nº 476, de 2009, **até 31 de outubro de 2020**.

33. Adicionalmente, caso o Colegiado concorde com a sugestão da SDM, recomenda-se que a Deliberação a ser editada para dar efeito à prorrogação do *lock up* de negociação tenha vigência imediata, em função da inconveniência de se ter um intervalo de um mês sem os efeitos práticos da medida, ainda no contexto de mitigação dos impactos da pandemia.

34. Assim, submetemos o referido pedido à apreciação do Colegiado tendo esta SDM como relatora.

Atenciosamente,

Antonio Berwanger

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

[1]
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0508-relatorio.pdf



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Carlos Berwanger, Superintendente**, em 24/07/2020, às 15:48, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1060900** e o código CRC **52EB96FC**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1060900** and the "Código CRC" **52EB96FC**.*