

OF-DS-066/2016

São Paulo, 09 de setembro de 2016

Ao
Novo Mercado
BM&FBOVESPA
São Paulo – SP

Ref.: Audiência Pública – Evolução dos Segmentos Especiais

Prezados Senhores,

Em atenção ao Edital de Audiência Pública de 15 de março de 2016 (“Edital”), os Comitês Jurídico, de Compliance e de Back-Office, em conjunto com o de Produtos e Operações desta Associação, formados por representantes de diversas instituições associadas, (lista anexa) apresenta as suas considerações e ponderações a respeito das propostas de alteração dos Regulamentos de Listagem do Novo Mercado e do Nível 2.

A atual redação dos Regulamentos de Listagem do Novo Mercado e do Nível 2 de Governança Corporativa prevê, no item 7.1 de cada uma das referidas normas, a obrigação de que as companhias listadas nos respectivos segmentos envidem os melhores esforços para alcançar dispersão acionária, por meio da adoção de procedimentos especiais, os quais – para que atendam aos requisitos delineados no Ofício Circular BM&FBovespa 040/2012-DP – devem buscar a distribuição de ao menos 10% (dez por cento) das ações objeto de oferta pública a pessoas físicas e investidores não institucionais (“Investidores de Varejo”¹).

No regime atual, o descumprimento de tal obrigação sujeita o emissor à multa correspondente a 0,1% (um décimo de um por cento) do valor da respectiva distribuição.

As minutas com propostas de nova redação dos regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2, objeto da presente audiência pública, deixam de disciplinar a obrigação de se buscar a dispersão acionária por meio de direcionamento de parte das ações distribuídas em ofertas públicas a Investidores de Varejo.

¹ Conforme definição constante do próprio Ofício Circular BM&FBovespa 040/2012-DP.



O item 9.5 do Edital indica que a referida proposta de supressão das obrigações em matéria de dispersão acionária é motivada por três argumentos:

- (i) o grau de evolução de nosso mercado de capitais, desde o final dos anos 2000, já garantiria maior acesso a investidores pessoas físicas, o que tornaria tais regras desnecessárias;
- (ii) evidências empíricas – tomamos a liberdade de observar, contudo, que o Edital não traz cópia de, ou referência a, tais estudos – de que a presença de acionistas pessoas físicas na base acionária das companhias abertas não implica em melhores condições de liquidez; e
- (iii) a incompatibilidade de tais preceitos com a realização de ofertas de ações com esforços restritos, possibilidade instituída por meio das recentes alterações introduzidas na ICVM 476/2009.

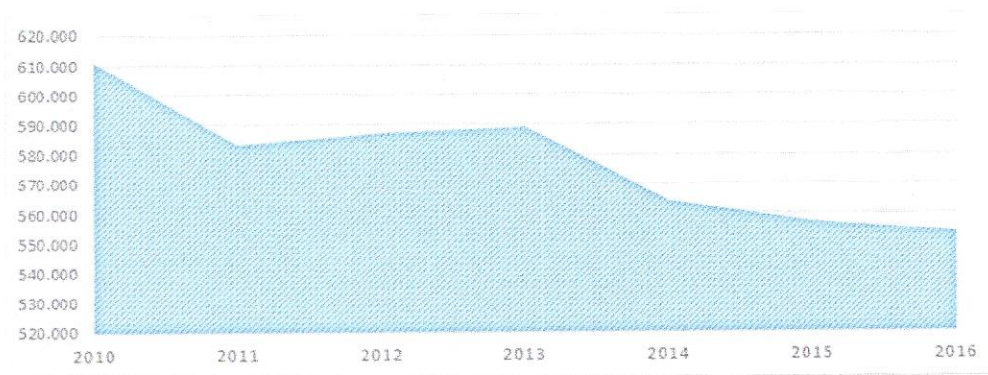
A ANCORD, respeitosamente, discorda dos referidos argumentos e entende que a manutenção das obrigações existentes em matéria de procedimentos especiais para a busca de dispersão acionária – com alguns poucos ajustes e aprimoramentos – representa um instrumento essencial para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

1. O Grau de Evolução do Mercado Acionário Brasileiro

De acordo com estatísticas da BM&FBovespa², o número de pessoas físicas cadastradas perante agentes de custódia cresceu muito significativamente, de apenas 85.249 indivíduos, em 2002, para um total de 610.915 CPFs, ao final de 2010. Esse cenário de progresso notavelmente rápido havia motivado, inclusive, a adoção de meta de atração de milhões de novos investidores para a Bolsa.

² Fonte: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/historico-pessoas-fisicas/, acesso em 25/08/2016. Recordar-se que os números em questão dizem respeito à quantidade de CPFs vinculados a contas ativas junto a agentes de custódia, sem ajuste para investidores que tenham mais de uma conta perante diferentes agentes.

Desde então, contudo, verificou-se uma significativa estagnação da participação de pessoas físicas no mercado. Na verdade, desde o seu ápice, justamente em 2010, o número de tais investidores tem declinado, lenta, mas constantemente:



Em julho de 2016, o mercado acionário contava com apenas 553.518 investidores pessoas naturais, quase 60 mil a menos do que em 2010.

Os números em questão são particularmente preocupantes se cotejados com dados do mesmo período a respeito da inclusão financeira da população. Conforme informações do Banco Central do Brasil, o percentual de brasileiros que mantêm alguma forma de relacionamento bancário cresceu de 74,3%, em 2010, para 84,5%, em 2014³. Ao longo de tais anos, o número de titulares de contas de depósito à vista e de titulares de depósitos em poupança aumentou, respectivamente, de 74,1 milhões e de 96,5 milhões para 90,6 milhões (aumento de 22%) e 136,1 milhões (aumento de 41%)⁴.

Verifica-se, portanto, que nosso mercado acionário perdeu fração relevante de seus Investidores de Varejo, mesmo durante um período de intensificação e sofisticação das relações da população com o sistema financeiro.

Todos esses dados ilustram o fato de que, diversamente do que sugere o item 9.5 do Edital, o mercado brasileiro não apresenta, atualmente, um grau de acesso aos investidores pessoas físicas superior àquele que existia em 2010. Ao contrário, estamos em um momento de estagnação e de elevado risco de reversão de importantes conquistas obtidas na década passada.

Esse quadro justifica, por si só, a preservação e o aprofundamento de mecanismos que estimulem a participação dos Investidores de Varejo em ofertas públicas de ações.



³ Banco Central, *Relatório de Inclusão Financeira*, Número 3, ISSN 2179-6696, 2015, p. 65. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/Nor/relinfin/RIF2015.pdf>, acesso em 25/08/2016.

⁴ Banco Central, *Relatório de Inclusão Financeira*, Número 3, ISSN 2179-6696, 2015, p. 66.

2. Acionistas Pessoas Físicas e Liquidez

Em tema de liquidez, ainda no plano conceitual, independentemente da discussão de dados empíricos, cabe observar que o argumento esboçado no Edital em favor da supressão das regras em matéria de dispersão acionária parece encerrar uma certa inversão da relação entre meios e fins.

Com efeito, justificar a mudança do regulamento atual com base na tese de que a presença de pessoas físicas na base acionária das companhias abertas não contribui para a liquidez das respectivas ações significa sustentar que a presença dos Investidores de Varejo no mercado de capitais está a serviço da liquidez e não o contrário. Tal posição equivale, em outras palavras, a afirmar que se não contribuirão ativa e significativamente para a liquidez, em benefício de outros tipos de investidores, as pessoas físicas não devem ter uma posição digna de tutela no mercado de capitais.

A ANCORD entende que o “acesso direto dos indivíduos ao capital das companhias listadas” e “uma base acionária mais diversificada”⁵ são, em si mesmos, objetivos a serem perseguidos independentemente de se comprovar que tais metas, por si só, aumentem a liquidez das ações.

De fato, a liquidez deve ser buscada, entre outras razões, como um instrumento de estímulo para o próprio ingresso e para a permanência de pequenos investidores no mercado, permitindo o melhor reconhecimento do valor dos títulos negociados, bem como a mitigação da “possibilidade de descontos relacionados aos riscos de saída”⁶.

No que diz respeito a evidências empíricas, sem prévio acesso aos estudos que, nas palavras do Edital, lastreiam a proposta de supressão das regras de dispersão, a ANCORD não dispõe dos meios para avaliar criticamente nem as bases de dados utilizadas, nem o processo de coleta de tais informações, nem, tampouco, as conclusões obtidas em tais análises.

De qualquer modo, cabe, desde logo, constatar que é a tese segundo a qual a dispersão do capital entre acionistas pessoas físicas não implica “necessariamente” em melhores condições de liquidez parece contrariar o senso comum, tanto da academia quanto do mercado, quanto a esse ponto. A ANCORD entende, portanto, que o ônus de demonstração dessa hipótese recai sobre os proponentes da mudança das regras em vigor.

⁵ Ofício Circular BM&FBovespa 059/2012-DP, p. 2.

⁶ Anexo ao Ofício Circular BM&FBovespa 059/2012-DP, p. ii.



Além disso, é importante que a avaliação da liquidez do mercado também tenha uma perspectiva qualitativa, e não puramente quantitativa, que considere, portanto, a posição de investidores com diferentes perfis. Assim, mesmo que se conclua que as pessoas físicas não contribuem de forma significativa para a média de volume diário de negociação (ADTV) – o que, como já sublinhado, não foi demonstrado – não se pode deixar de considerar a sua relevância para liquidez de posições no mercado fracionário, em benefício de outros pequenos investidores.

3. Ofertas com Esforços Restritos

Os Regulamentos atuais do Novo Mercado e do Nível 2 foram elaborados em período durante o qual as ações estavam excluídas das ofertas com esforços restritos disciplinadas pela ICVM 476/2009. É natural, portanto, que suas regras estivessem inteiramente focadas em ofertas públicas de ações realizadas nos termos da ICVM 400/2003.

Com a nova redação atribuída ao art. 1º, § 1º, XI, alínea “a”, da ICVM 476/2009, os emissores registrados na categoria “A” passaram a poder realizar ofertas com esforços restritos de suas ações.

Existe inequívoca incompatibilidade entre, de um lado, a exigência fixada pela ICVM 476/2009, no sentido de que a oferta com esforços restritos seja dirigida a investidores profissionais (e, no máximo, 75 deles) e, do outro, a obrigação de dispersão acionária em favor de Investidores de Varejo prevista nos Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2.

Contudo, a solução para essa questão é extremamente simples e se limita a excepcionar e afastar a incidência das regras sobre dispersão acionária em relação às ofertas com esforços restritos, realizadas nos termos da ICVM 476/2009. Ou seja, uma mera adaptação dos Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 à mais recente evolução da ICVM 476/2009.

A mera dificuldade de conciliação das regras de dispersão acionária, tal como atualmente redigidas, com um tipo bastante específico de oferta de ações, que, aliás, por definição, sequer diz respeito aos Investidores de Varejo, não pode servir como pretexto para a total supressão de um mecanismo importante de estímulo da participação das pessoas físicas no mercado de capitais.

As ofertas regidas pela ICVM 400/2003, de um lado, e aquelas disciplinadas pela ICVM 476/2009, de outro, representam dois espaços bastante distintos do mercado de capitais brasileiro, que, em termos práticos, traçam a fronteira entre mercado de varejo e mercado de atacado.

Não há porque impedir que emissores listados no Novo Mercado e no Nível 2 tenham acesso a canais mais exclusivos, que permitam, em determinadas situações, levantar recursos de forma mais simples e direta, perante um número limitado de agentes sofisticados. Contudo, quando queiram o acesso a uma base mais ampla de investidores – e presume-se que é exatamente essa a intenção de companhias abertas que buscam o Novo Mercado e o Nível 2 –, também não haverá razão para que os emissores deixem de seguir importantes regras de estímulo a Investidores de Varejo, já há muito aplicáveis aos respectivos segmentos especiais de listagem.

4. Ofertas Públicas Iniciais e Free Float

Como alternativa para a pura e simples supressão das regras em matéria de dispersão acionária, o item 9.5 do Edital levanta ainda a possibilidade, um pouco menos radical, de se limitar a obrigação de adoção dos procedimentos especiais às ofertas públicas iniciais.

Entretanto, as mesmas razões que justificam a manutenção das regras sobre dispersão acionária também desaconselham a adoção de uma restrição tão drástica de seu escopo de aplicação.

Não existe, efetivamente, nenhum fator que torne a participação das pessoas físicas e a composição de uma base acionária mais diversificada mais críticas no momento inicial de listagem de uma determinada companhia do que no curso normal de seus negócios.

Aliás, outras alterações propostas para o Regulamento do Novo Mercado e para o Nível 2 caminham em sentido nitidamente contrário. É o caso, em particular, das novas regras sobre ações em circulação (free float).

A proposta de alteração que permitirá que o free float seja reduzido a 20%, se atendidos critérios mínimos de volume diário de negociação (art. 11, inc. II), representa a introdução de importante elemento qualitativo na análise das ações em circulação. Não é mais a mera ausência de vínculos com o controlador que releva.

A nova regra reconhece explicitamente o fato de que a busca por uma base acionária diversificada e “oxigenada” deve ser uma preocupação perene das companhias, ao longo de toda a sua existência – nas palavras do Edital, a mudança é motivada por “preocupações mais intensas com a qualidade do free-float”.

Seria, portanto, injustificado e incoerente com os próprios fins da nova regulamentação restringir a incidência das obrigações de melhores esforços em matéria de dispersão acionária apenas a ofertas iniciais.

5. Conclusão

Por todas as razões discutidas acima, a ANCORD entende que as obrigações de melhores esforços para dispersão acionária, no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações, devem ser mantidas.

Por se tratar de um requisito para ingresso e permanência no Novo Mercado e/ou no Nível 2, sugere-se que as regras sobre dispersão acionária sejam inseridas por meio de artigo específico no Capítulo I, Seção IV (Ações em Circulação) das respectivas propostas de novo regulamento.

Assim, sugerimos a inclusão de novo art. 13 (com renumeração dos dispositivos sucessivos), com o seguinte teor:

“Art. 13 Em toda e qualquer oferta pública de distribuição de ações, a companhia deverá envidar melhores esforços com o fim de alcançar dispersão acionária, com adoção de procedimentos especiais, os quais constarão no respectivo prospecto, como por exemplo os abaixo indicados:

- (i) garantia de acesso a todos os investidores interessados; ou
- (ii) distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% (dez por cento) do total a ser distribuído.

§ 1º Qualquer que seja o procedimento especial adotado, a parcela das ações a ser distribuída a investidores pessoas físicas ou não institucionais não poderá ser inferior a 10% (dez por cento) do total a ser distribuído.

§ 2º O percentual de 10% (dez por cento) das ações distribuído a pessoas físicas e investidores não institucionais deverá ser calculado em relação ao volume financeiro total da respectiva oferta, que deverá compreender, sem limitação:

- I - lotes adicionais de ações (“hot issue”);
- II - lotes suplementares de ações (“green shoe”);
- III - parcela de ações a serem distribuídas no exterior, na forma de “depository receipts” ou instrumentos similares; e
- IV - parcela das ações ofertadas a serem distribuídas prioritariamente aos acionistas da companhia.

§ 3º As disposições deste artigo não serão aplicáveis a ofertas públicas de distribuição de ações com esforços restritos que, na forma da regulamentação aplicável, tenham de ser dirigidas a número restrito de investidores profissionais.



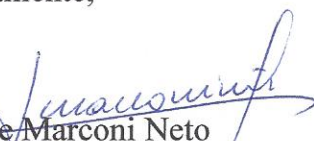
Estão sublinhadas no texto, para fins de destaque, as mudanças de forma e de conteúdo introduzidas em relação ao disposto no item 7.1 dos regulamentos atualmente em vigor. Tais sugestões de inovação têm como objetivos (i) incorporar aos dois regulamentos os principais esclarecimentos trazidos ao mercado pelo Ofício Circular BM&FBovespa 04/2012-DP e (ii) adaptar as regras atuais à possibilidade de se realizar ofertas de ações com esforços restritos.

Além disso, para evitar que infrações a tais dispositivos estejam sujeitas à multa máxima de apenas R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais)⁷, sugere-se, em linha com a disciplina atualmente em vigor, a inclusão de um novo inciso “III”, (i) no art. 59, § 1º da proposta de regulamento do Novo Mercado e (ii) no art. 56, § 1º da proposta de regulamento do Nível 2, com a redação indicada abaixo:

“III - até 0,1% (um décimo de um por cento) do valor da distribuição, no caso de descumprimento da obrigação de melhores esforços com o fim de alcançar dispersão acionária, no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações.

Permanecemos à disposição para esclarecimentos julgados necessários ou oportunos a respeito das questões discutidas nesta correspondência.

Atenciosamente,



Guilherme Marconi Neto
Diretor Superintendente

Ofício enviado para
novomercado@bvmf.com.br

⁷ Art. 59, § 1º, inciso I, da proposta de novo regulamento para o Novo Mercado e art. 56, § 1º, inciso I, da proposta de novo regulamento para o Nível 2.

COMITÊ JURÍDICO E DE COMPLIANCE	
Membro	Instituição Associada
Alessandra Konda	Banco J.P.Morgan
Alexandra Kelner	ICAP
Alexandre João da Rocha	Brasil Plural
Ana Ferreira	UBS
Ana Paula Alves Benedito	Walpires
Ana Maria Pimenta	XP Investimentos
Ana Lúcia Alexandre de Sousa	Renascença
Ana Paula Gallo	Rico
Ana Paula Tomé	Spinelli
Carlos Enrique	Planner
Cláudia Cabral	Banrisul
Claudia Siola Cianfarani	Planner
Cristiane Alessandra Cabral de Moura Coutinho	Rico
Debora Birello Fortuna	Novinvest
Fernanda Cardoso de Deus	Renascença
Fatima Guerra	Um Investimentos
Fernanda Bezerra dos Santos	Coinvalores
Fernanda de Lima	Gradual
Fernanda Pires de Oliveira	Guide
Florinda Borges	J.P. Morgan
Gabriel Carvalho	J.P. Morgan
Gabriela Nogueira	Solidus
Isabela Porto	ICAP
José Ricardo Pinheiro	Geração Futuro
José Roberto dos Reis Salgado	Banrisul
Roberto Salgado	Banrisul
Juliana Figueiredo de Oliveira	Ativa
Leandro Miana Telles	Itaú
Magda Souza	ICAP
Marcella Vilela	Banco J.P.Morgan
Maria Adelaide Aquino	Concordia
Márcia Helaine Alves Martins Masiero	Ágora e Bradesco
Milena Ramos	BTG Pactual
Natalia Costa	UBS

Oflar Simões	Concordia
Pedro Francisco Lanera	Nova Futura
Rafael Almeida Wong	Itaú
Rafael Libman	Geração Futuro
Renata R.S. Echenique	J.P. Morgan
Renata Mancini Lopes	Tullett
Renata Moraes Saifi	ANCORD
Renato Gitelman	Tatica
Roberto da Silva	Gradual
Rogério Júlio da Silva	Itaú
Sandra Camacho	BTG Pactual
Suêmi Ranieri	Novinvest
Valeria Angelo	Nova Futura
Yasmim Tourinho	Um Investimentos
Wagner Augusto Silveira	Renascença



COMITÊ DE BACK - OFFICE	
MEMBRO	INSTITUIÇÃO ASSOCIADA
Rubens Reis	Coinvalores
Attilio Biasi Junior	Socopa
Carlos Rodrigues	ICAP
Fabio Oliveira	UBS
Fatima Guerra	Um Investimentos
Fernanda Bezerra dos Santos	Coinvalores
Fernando Kazan	XP Investimentos
Julio Cesar Lopes de Oliveira	Magliano
Marcos Mendes	Concórdia
Mauricio Leal da Silva	Novinvest
Mazur Silva	UBS
Paulo César Gonçalves da Silva	Futura
Paulo Marcelo Argenton Camargo	Itaú
Raul Correia Meyer	Ativa
Renata Morais Saifi	ANCORD
Ricardo da Costa de Moraes Filho	Rico
Rodrigo Alves Maciel	Tullett
Romeu Romero	Planner
Sergio Amancio da Silva	ICAP



COMITÊ DE PRODUTOS E OPERAÇÕES	
MEMBRO	INSTITUIÇÃO ASSOCIADA
Gabriel Boselli	XP Investimentos
Bartira Rugai	Guide
Roberto Lee	Clear
Attilio Boselli	Ativa
Bruno Mendonça	Gradual
Celso EU	Itaú-Unibanco
Claudio Henrique Sangar	Planner
Daniela Leme da Cunha	Novinvest
Eduardo Ippolito	H Commcor
Fernando Montanari	Rico
Julio Cesar Lopes de Oliveira	Magliano
Luiz Henrique Mansur de Paula	H Commcor
Orlando Cardoso	Bradesco BBI
Paulo César Gonçalves da Silva	Futura
Pedro Fernandes	ICAP
Pércio Silveira	Banrisul
Ralf Berger	Concórdia
Renata Morais Saifi	ANCORD
Sandra Gouveia	Santander

