Machado Meyer

IMPRENSA

PASSAGEM LIVRE

27 DE JULHO DE 2008

Instrução que permitirá ofertas de títulos sem o crivo da CVM reduz custos e estimula captações Simone Azevedo Yuki Yokoi O caminho entre as empresas brasileiras e os grandes investidores vai ficar mais curto e ágil. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) prepara-se para lançar em breve a consulta pública para uma norma que dispensará automaticamente de registro as emissões destinadas apenas a investidores qualificados. A nova instrução já ganhou o apelido de 144-A brasileira, em referência à norma americana que dispensa automaticamente de registro na Securities and Exchange Commission (SEC) as operações restritas a investidores institucionais qualificados. O plano é eliminar a passagem pela CVM de todas as ofertas alocadas para um número máximo de investidores. Em princípio, a idéia é limitar esse grupo a 20 investidores na oferta inicial. Depois, no mercado secundário, não haverá mais teto, embora as negociações devam continuar restritas a qualificados. Não se trata, portanto, de uma regra para as ofertas conhecidas como privadas — aquelas que não se utilizam de meios de divulgação. Nesse caso, ainda que os intermediadores se utilizem de telefone, e-mail e road shows para divulgar a operação — canais que caracterizam a oferta como pública — será cabível a dispensa automática, desde que a alocação fique restrita ao teto definido para a quantidade de investidores. A definição de aplicador qualificado também deverá ser mais rígida nessas ofertas, mas, por enquanto, ainda não se tem claro qual será o novo padrão. Nas normas vigentes, são considerados investidores qualificados pessoas físicas e jurídicas com investimentos financeiros superiores a R$ 300 mil. Também se encaixam na definição atual as instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades de previdência complementar, fundos de investimento destinados exclusivamente a qualificados, administradores de carteira e consultores autorizados pela CVM. Nessas ofertas, a proposta da autarquia não é exigir um prospecto propriamente dito, mas sim o compromisso dos ofertantes e dos intermediadores com informações completas e verdadeiras. O uso ou não de documentos como o prospecto ficará a cargo do mercado. Embora sem registro, as ofertas e os agentes a ela relacionados estarão sujeitos a várias das cláusulas previstas na Instrução 400 da autarquia. Só não serão aplicáveis os itens do normativo que dizem respeito especificamente às situações de registro. Assim, se após a emissão forem verificadas irregularidades que comprometam qualquer uma das partes sujeitas à instrução, a CVM usará de seus poderes para investigar e aplicar punições. Num primeiro momento, a CVM não acredita que a novidade será usada pelos ofertantes de ações. O fato de, no mercado secundário, as negociações serem restritas a investidores qualificados inviabilizaria, a princípio, a listagem em bolsa de valores. Nesse caso, o mercado secundário teria de ocorrer em ambiente de balcão não organizado, o que não é nada interessante para os emissores de ações, que costumam buscar liquidez. Uma alternativa seria as bolsas criarem um sistema que restrinja as transações entre investidores qualificados. Nos Estados Unidos, esse nicho de mercado já é explorado pela Nasdaq, que criou o Nasdaq Portal Market, segmento exclusivo para ofertas baseadas na regra 144-A em agosto passado. Os bancos de investimento também exploram o potencial dessas ofertas com suas plataformas de negociação. Questionada pela CAPITAL ABERTO sobre a idéia, a Bovespa não atendeu ao pedido de entrevista. A inovação promete trazer mais desenvoltura ao mercado. Atualmente, qualquer oferta realizada no Brasil precisa ser registrada na CVM, à exceção daquelas que conseguem a dispensa da autarquia. Eliana Chimenti, sócia do escritório Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados, lembra que, em média, as companhias gastam entre 45 e 60 dias no processo que vai do protocolo da oferta à definição do preço de venda. "Não vejo como não haver demanda para uma novidade desse tipo diante do predomínio dos institucionais nas captações em geral", diz a advogada. Alexandre Barreto, sócio do Souza, Cescon Adevissian, Barrieu e Flesch Advogados, também aprova a idéia. "Reduz burocracia, custos e vai ao encontro do perfil de investidor que hoje em dia já domina as ofertas de dívida.". Já o advogado Antonio Piccirillo, do Proskauer Rose LLP, critica a restrição à quantidade de investidores. Em sua visão, essa barreira elimina completamente as chances de as ofertas "fast-track" serem usadas para emissões de ações. Se as bolsas adotassem uma forma de viabilizar negociações com ações restritas a qualificados, porém, as chances de atrair os emissores desses papéis seriam maiores. A liquidez, sem dúvida, estará condenada a ser baixa, mas há provas de que nem todos vêem nisso um grande problema, a exemplo do Bovespa Mais. Nutriplant, a única companhia listada no segmento até agora, reuniu apenas oito aplicadores na oferta inicial. Para o economista Alexandre Póvoa, da Modal Asset Management, a restrição à liquidez tem um lado muito bom, por estimular que os usuários desse canal sejam os emissores sem tamanho para fazer uma oferta no modelo tradicional. "O importante é permitir o acesso ao mercado de capitais e se certificar para que a dispensa do registro não vire festa", afirma. A estratégia da CVM não é atrair emissores estrangeiros, como acontece com a regra 144-A nos Estados Unidos, amplamente utilizada por empresas de outros países com interesse em acessar, em especial, os fundos de pensão americanos. Mas essa possibilidade já é vislumbrada. "Este é um sinal de amadurecimento do mercado brasileiro. Estimulará que companhias de outros países, como México e Argentina, negociem seus papéis com investidores institucionais brasileiros", analisa Ray Fischer, sócio do escritório Linklaters. No caso dessas empresas, faz muito mais sentido pensar em uma emissão de ações. Se forem listadas em seus países de origem, já terão um mercado secundário para os papéis — assim como ocorre com as empresas brasileiras que usam a regra 144-A para emitir ações nos Estados Unidos. Lá, a regra 144-A foi criada em 1999 e regulamenta as ofertas não negociáveis em bolsa e destinadas exclusivamente aos qualified institutional buyers (QIBs). São >

(Revista Capital Aberto – n.59 – Julho/2008 – pág. 10 a 12)

Instrução que permitirá ofertas de títulos sem o crivo da CVM reduz custos e estimula captações

Simone Azevedo
Yuki Yokoi

O caminho entre as empresas brasileiras e os grandes investidores vai ficar mais curto e ágil. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) prepara-se para lançar em breve a consulta pública para uma norma que dispensará automaticamente de registro as emissões destinadas apenas a investidores qualificados. A nova instrução já ganhou o apelido de 144-A brasileira, em referência à norma americana que dispensa automaticamente de registro na Securities and Exchange Commission (SEC) as operações restritas a investidores institucionais qualificados.

O plano é eliminar a passagem pela CVM de todas as ofertas alocadas para um número máximo de investidores. Em princípio, a idéia é limitar esse grupo a 20 investidores na oferta inicial. Depois, no mercado secundário, não haverá mais teto, embora as negociações devam continuar restritas a qualificados. Não se trata, portanto, de uma regra para as ofertas conhecidas como privadas — aquelas que não se utilizam de meios de divulgação. Nesse caso, ainda que os intermediadores se utilizem de telefone, e-mail e road shows para divulgar a operação — canais que caracterizam a oferta como pública — será cabível a dispensa automática, desde que a alocação fique restrita ao teto definido para a quantidade de investidores.

A definição de aplicador qualificado também deverá ser mais rígida nessas ofertas, mas, por enquanto, ainda não se tem claro qual será o novo padrão. Nas normas vigentes, são considerados investidores qualificados pessoas físicas e jurídicas com investimentos financeiros superiores a R$ 300 mil. Também se encaixam na definição atual as instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades de previdência complementar, fundos de investimento destinados exclusivamente a qualificados, administradores de carteira e consultores autorizados pela CVM.

Nessas ofertas, a proposta da autarquia não é exigir um prospecto propriamente dito, mas sim o compromisso dos ofertantes e dos intermediadores com informações completas e verdadeiras. O uso ou não de documentos como o prospecto ficará a cargo do mercado. Embora sem registro, as ofertas e os agentes a ela relacionados estarão sujeitos a várias das cláusulas previstas na Instrução 400 da autarquia. Só não serão aplicáveis os itens do normativo que dizem respeito especificamente às situações de registro. Assim, se após a emissão forem verificadas irregularidades que comprometam qualquer uma das partes sujeitas à instrução, a CVM usará de seus poderes para investigar e aplicar punições.

Num primeiro momento, a CVM não acredita que a novidade será usada pelos ofertantes de ações. O fato de, no mercado secundário, as negociações serem restritas a investidores qualificados inviabilizaria, a princípio, a listagem em bolsa de valores. Nesse caso, o mercado secundário teria de ocorrer em ambiente de balcão não organizado, o que não é nada interessante para os emissores de ações, que costumam buscar liquidez. Uma alternativa seria as bolsas criarem um sistema que restrinja as transações entre investidores qualificados. Nos Estados Unidos, esse nicho de mercado já é explorado pela Nasdaq, que criou o Nasdaq Portal Market, segmento exclusivo para ofertas baseadas na regra 144-A em agosto passado. Os bancos de investimento também exploram o potencial dessas ofertas com suas plataformas de negociação. Questionada pela CAPITAL ABERTO sobre a idéia, a Bovespa não atendeu ao pedido de entrevista.
A inovação promete trazer mais desenvoltura ao mercado. Atualmente, qualquer oferta realizada no Brasil precisa ser registrada na CVM, à exceção daquelas que conseguem a dispensa da autarquia. Eliana Chimenti, sócia do escritório Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados, lembra que, em média, as companhias gastam entre 45 e 60 dias no processo que vai do protocolo da oferta à definição do preço de venda. "Não vejo como não haver demanda para uma novidade desse tipo diante do predomínio dos institucionais nas captações em geral", diz a advogada. Alexandre Barreto, sócio do Souza, Cescon Adevissian, Barrieu e Flesch Advogados, também aprova a idéia. "Reduz burocracia, custos e vai ao encontro do perfil de investidor que hoje em dia já domina as ofertas de dívida.".

Já o advogado Antonio Piccirillo, do Proskauer Rose LLP, critica a restrição à quantidade de investidores. Em sua visão, essa barreira elimina completamente as chances de as ofertas "fast-track" serem usadas para emissões de ações. Se as bolsas adotassem uma forma de viabilizar negociações com ações restritas a qualificados, porém, as chances de atrair os emissores desses papéis seriam maiores. A liquidez, sem dúvida, estará condenada a ser baixa, mas há provas de que nem todos vêem nisso um grande problema, a exemplo do Bovespa Mais. Nutriplant, a única companhia listada no segmento até agora, reuniu apenas oito aplicadores na oferta inicial. Para o economista Alexandre Póvoa, da Modal Asset Management, a restrição à liquidez tem um lado muito bom, por estimular que os usuários desse canal sejam os emissores sem tamanho para fazer uma oferta no modelo tradicional. "O importante é permitir o acesso ao mercado de capitais e se certificar para que a dispensa do registro não vire festa", afirma.

A estratégia da CVM não é atrair emissores estrangeiros, como acontece com a regra 144-A nos Estados Unidos, amplamente utilizada por empresas de outros países com interesse em acessar, em especial, os fundos de pensão americanos. Mas essa possibilidade já é vislumbrada. "Este é um sinal de amadurecimento do mercado brasileiro. Estimulará que companhias de outros países, como México e Argentina, negociem seus papéis com investidores institucionais brasileiros", analisa Ray Fischer, sócio do escritório Linklaters. No caso dessas empresas, faz muito mais sentido pensar em uma emissão de ações. Se forem listadas em seus países de origem, já terão um mercado secundário para os papéis — assim como ocorre com as empresas brasileiras que usam a regra 144-A para emitir ações nos Estados Unidos.

Lá, a regra 144-A foi criada em 1999 e regulamenta as ofertas não negociáveis em bolsa e destinadas exclusivamente aos qualified institutional buyers (QIBs). São >

(Revista Capital Aberto – n.59 – Julho/2008 – pág. 10 a 12)