



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 04/12

Prazo: 3 de agosto de 2012

Objeto: Vendas a descoberto no âmbito de ofertas públicas de ações.

1. Introdução

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM submete à audiência pública, nos termos do art. 4º, incisos II e V, e do art. 8º, § 3º, inciso I, ambos da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, minuta de Instrução (“Minuta”) propondo regra de proteção ao processo de formação de preço nas ofertas públicas de ações, uma vez que veda a aquisição de ações na oferta por investidores que tenham vendido a descoberto a ação objeto na data da fixação do preço da oferta e nos 5 (cinco) pregões que a antecedem.

A CVM acredita que vendas a descoberto no período acima especificado podem gerar uma má formação de preço na oferta, garantindo ganhos sem risco para os vendedores a descoberto, em detrimento das companhias abertas e outros ofertantes, assim como dos demais participantes do mercado. Dessa forma, a Autarquia propõe que os investidores que, no período restrito, tenham efetuado essas operações, somente possam adquirir as ações em mercado e não na oferta, o que introduz o devido componente de risco a este tipo de estratégia.

A restrição proposta segue os moldes da regra adotada nos EUA para prevenir a manipulação artificial dos preços, bem como é consistente com os achados obtidos por meio do estudo desenvolvido pela Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM. A CVM espera, desse modo, contribuir para restaurar condições de apreamento livres de forças artificiais, de modo que os preços das ofertas resultem dos movimentos naturais de procura e oferta, o que é um estímulo à realização de ofertas públicas por companhias já registradas.

2. Vendas a descoberto no âmbito de ofertas públicas de valores mobiliários

2.1 A experiência internacional

A **Securities and Exchange Commission (SEC)** dos EUA adota, desde 1997¹, um conjunto de regras denominado **Regulation M** – regras contra manipulação de mercado no âmbito de ofertas de valores mobiliários – que visam a proteção do mecanismo de precificação. Em particular, a regra nº 105 deste conjunto – **Short Selling in Connection with a Public Offering** – determina que é ilegal a

¹ Ver **Securities and Exchange Commission Release** nº 34-38-067: “**Anti-manipulation Rules Concerning Securities Offerings**”, **Final Rule**. Disponível em www.sec.gov.



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 04/12

reversão de posições vendidas a descoberto abertas nos cinco dias anteriores ao período de definição do preço da oferta, ou nos dias entre o anúncio da oferta e o da definição, dos dois o menor, com valores mobiliários adquiridos na oferta. A SEC entende que a cobertura destas posições com valores mobiliários ofertados pode ser manipulativa e deletéria para o funcionamento do mercado, levando a significativos impactos nos valores angariados por emissores e demais ofertantes.

A SEC vem expressando publicamente esta visão desde os anos 70², tendo adotado outras regras similares anteriormente por observar que as quedas de preço resultantes da atividade de vendas a descoberto precedente às ofertas levavam ao adiamento ou até ao abandono por completo de ofertas que estavam sendo planejadas.

No contexto de ofertas públicas subsequentes às ofertas públicas iniciais, conhecidas como **follow ons** ou **repeat offers**, o preço da oferta geralmente apresenta um desconto em relação ao preço de fechamento no mercado no dia imediatamente anterior (dependendo da bolsa, este pode ser o preço da última transação ou da oferta de venda no fechamento). Este desconto é a motivação para que pessoas, que tenham elevada expectativa de receber os ativos ofertados, realizem vendas a descoberto de maneira agressiva no período que imediatamente antecede a formação do preço. A cobertura destas posições com os ativos recebidos na alocação, a um preço menor e fixo, permite que estes vendedores não fiquem expostos ao risco de mercado.

As vendas a descoberto, nesta situação, não são realizadas em função de uma opinião econômica do especulador sobre uma possível distorção no preço do ativo, que estaria caro (o que aumentaria a eficiência da precificação), mas sim da intenção da baixa artificial do preço da oferta – o vendedor a descoberto pode inclusive ter uma opinião sobre o preço do ativo que é contrária à sua atuação no mercado.

Assim, de modo a facilitar a determinação do preço, e evitar condutas que não somente são deletérias para o mercado e para os detentores dos valores mobiliários ofertados, mas que também reduzem os valores recebidos pelos emissores, desestimulando a realização de ofertas subsequentes e prejudicando o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, a SEC não só vem mantendo a vedação em vigor, como recentemente introduziu aperfeiçoamentos na regra nº 105, de modo a coibir condutas que visavam disfarçar a cobertura ilícita das vendas a descoberto com valores mobiliários

² Ver Securities and Exchange Commission Release nº 34-54888: “**Short Selling in Connection With a Public Offering**”, **Proposed Rule**. Disponível em www.sec.gov.



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 04/12

recebidos na alocação. A partir da adoção destas modificações³ na regra nº 105 em outubro de 2007, arranjos para a realização da compra por meio de terceiros, o uso de opções casadas, ou quaisquer outros contratos que busquem realizar indiretamente o que a regra 105 não permite, ficaram explicitamente proibidos.

Extensos estudos e pesquisas acadêmicas⁴ confirmaram o entendimento da SEC, revelando forte suporte estatístico para a hipótese de que elevados volumes de vendas a descoberto nos dias imediatamente anteriores elevam o valor do desconto obtido na oferta (numa média de cerca de 2% na NYSE; acima de 3% na NASDAQ, e cerca de 6% na AMEX⁵), observando-se a recuperação do preço em seguida.

2.2 A experiência nacional

A CVM vem recebendo de emissores, ofertantes e intermediários especializados na colocação de ofertas reclamações sobre os efeitos negativos da ausência de uma regra similar à regra 105 da SEC na regulamentação brasileira. Tal situação estaria inibindo novas ofertas subsequentes pela antecipação da atuação de uma possível, e desimpedida, força vendedora artificial que induz ao aumento da volatilidade e a uma espiral de queda no valor das ações das companhias ofertantes.

Um levantamento encaminhado a esta Autarquia avaliou 37 **follow ons** realizados no mercado nacional entre 2009 e 2011, e revelou um aumento das posições vendidas a descoberto nos dias que antecedem a oferta em 78% dos casos. Em 70% das 37 ofertas houve queda de preços dos papéis e a queda média observada foi de 1,55%.

Dada a relevância deste tópico e suas possíveis repercussões para o funcionamento do mercado, a Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM elaborou um estudo, nos mesmos moldes dos estudos realizados internacionalmente, visando:

- (i) verificar a possível existência de um volume anormal de vendas a descoberto no momento que antecede às ofertas subsequentes;

³ Ver Securities and Exchange Commission Release nº 34-56206: “**Short Selling in Connection with a Public Offering**” – **Final Rule**. Disponível em www.sec.gov.

⁴ Ver, por exemplo: “**The Determinants of Underpricing for Seasoned Equity Offers**”, Shane A. Corwin, **Journal of Finance** 58(5), October 2003, 2249-2279, e referências contidas neste artigo.

⁵ Resultados apresentados na conferência da **American Financial Association** (AFA) em Setembro de 2008, São Francisco, Califórnia, EUA e publicados em **The Review of Financial Studies** 23 (12), 2010, 4389-4418.



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 04/12

- (ii) avaliar se há uma relação entre o volume de vendas a descoberto e o comportamento do preço até a oferta; e
- (iii) caso positivo, identificar o período crítico da prática por participantes do mercado.

Das 64 ofertas subsequentes de ações que ocorreram entre janeiro de 2007 e julho de 2011, foram excluídas da amostra 25 ofertas que, por diferentes motivos, poderiam distorcer o resultado do estudo⁶. Um intervalo de 60 dias corridos antes da data do protocolo, incluindo esta data, foi estabelecido como período base para comparação do volume de vendas a descoberto.

Foram avaliadas as variações dos volumes de vendas a descoberto em relação ao período base para quatro janelas de tempo: os três dias que precedem a fixação do preço da oferta, inclusive; os cinco dias que precedem a fixação do preço da oferta, inclusive; o período entre o aviso ao mercado e a data de fixação do preço da oferta, inclusive; e, finalmente, o número de dias entre o protocolo do pedido de registro e a data de fixação do preço da oferta, inclusive.

A análise dos dados revelou que das 39 ações na amostra, 29 (74%) apresentaram aumento nas posições a descoberto⁷ (**short selling** anormal) em todas as janelas de tempo consideradas, sendo que 23 (59%) exibiram um comportamento progressivo, ou seja, um aumento dessas posições conforme a oferta se aproximava⁸.

De modo a avaliar se o aumento das posições a descoberto afetou o preço da oferta, utilizando-se um modelo de análise de regressão linear múltipla, foram testadas diversas variáveis que poderiam, em teoria, influenciar o comportamento do preço das ações. As variáveis incluídas no modelo foram selecionadas por meio de levantamento bibliográfico relacionado a fatores que conhecidamente podem ser determinantes do preço de oferta. Foram feitas regressões para cada uma das quatro janelas de tempo consideradas.

A análise da regressão indicou que o aumento das posições tomadas em empréstimo no BTC, usadas como **proxy** para o aumento da intensidade do **short selling**, afetou negativamente os preços das

⁶ Foi considerado necessário excluir da amostra 8 casos pelo fato de as ações serem completamente ilíquidas na época da distribuição; 8 casos por ter havido distribuição de juros sobre o capital próprio entre período base e a data da oferta; e outros 9 casos pelo fato de as ações possuírem elevada parcela como lastro de **American Depositary Receipts** (ADR).

⁷ O saldo de empréstimo do Banco de Títulos da BM&FBovespa - BTC foi então utilizado como **proxy** da posição a descoberto relativa a 39 ações objeto de ofertas públicas subsequentes.

⁸ Das 29 ações ofertadas que apresentaram aumento de posições a descoberto em todas as janelas, o aumento foi estatisticamente significativo em todas as ofertas, considerando-se o erro não superior a 2,5% no teste de hipótese.



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 04/12

ações analisadas. Isso ocorreu mais fortemente quando praticado no intervalo de 5 dias da data de fixação do preço da oferta, inclusive.

Assim, o estudo corrobora as preocupações que ofertantes e intermediários vêm expressando sobre a redução artificial dos montantes captados, em função da ausência de uma regra limitadora ao uso do **short selling** como mecanismo para reduzir artificialmente o preço das ações. Tal realidade prejudica os atuais acionistas, que têm suas posições diluídas por preços inferiores ao real valor econômico e de mercado de seus papéis e desestimula a realização de ofertas subsequentes por parte de companhias e acionistas.

A assimetria entre as regras locais e a maior proteção conferida aos ofertantes no mercado norte-americano também cria um potencial estímulo para a realização de ofertas subsequentes exclusivamente no exterior por parte das companhias nacionais, em detrimento do desenvolvimento do mercado brasileiro, efeito que a CVM busca evitar.

3. A Minuta

A Minuta determina que, no caso de vendas a descoberto da ação objeto da oferta, realizadas na data da fixação do preço da oferta e nos 5 pregões que a antecedem, não será permitida aos detentores da posição descoberta a aquisição de ações no âmbito da oferta.

Assim como na regra norte-americana, ficam vedados também quaisquer arranjos para realização da compra para cobertura da posição descoberta por meio de veículos diferentes ou de quaisquer outros contratos que busquem realizar indiretamente o que a regra tem por objetivo vedar.

Há exceções para atividades legítimas como a de formador de mercado e operações que venham a ser cobertas com ações adquiridas em mercado em até 2 pregões antes da data de fixação do preço.

Adicionalmente, um fundo de investimento não ficará impedido de adquirir ações ofertadas, caso outro fundo gerido pelo mesmo gestor tenha posições descobertas, com a ressalva de que as operações devem estar de acordo com a política de investimento de cada fundo.

4. Encaminhamento de sugestões e comentários

As sugestões e comentários deverão ser encaminhados, por escrito, até o dia 3 de agosto de 2012 à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, preferencialmente pelo endereço eletrônico



EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 04/12

audpublica0412@cvm.gov.br ou para a Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Rio de Janeiro – RJ, CEP 20050-901.

Após o envio dos comentários ao endereço eletrônico especificado acima, o participante receberá uma mensagem de confirmação gerada automaticamente pelo sistema.

Os participantes da audiência pública deverão encaminhar as suas sugestões e comentários acompanhados de argumentos e fundamentações, sendo mais bem aproveitados se:

- a) indicarem o dispositivo específico a que se referem;
- b) forem claros e objetivos, sem prejuízo da lógica de raciocínio;
- c) forem apresentadas sugestões de alternativas a serem consideradas; e
- d) forem apresentados dados numéricos, se aplicável.

As menções a outras normas, nacionais ou internacionais, devem identificar número da regra e do dispositivo correspondente.

As sugestões e comentários que não estejam acompanhadas de seus fundamentos ou que claramente não tenham relação com o objeto proposto não serão considerados nesta audiência.

As sugestões e comentários recebidos pela CVM serão considerados públicos e disponibilizados na íntegra, após o término do prazo da audiência pública, na página da CVM na rede mundial de computadores.

Cabe mencionar, mais uma vez, a eliminação da prerrogativa que possibilitava o tratamento reservado das sugestões encaminhadas, caso o participante fizesse esta solicitação expressa para a CVM, em função da entrada em vigor da Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011, conhecida como Lei de Acesso a Informações, e do Decreto nº 7.724, de 16 de maio de 2012.

A Minuta está disponível para os interessados na página da CVM na rede mundial de computadores (www.cvm.gov.br), podendo também ser obtida nos seguintes endereços:



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 04/12

Centro de Consultas da Comissão de Valores Mobiliários
Rua Sete de Setembro, 111, 5º andar
Rio de Janeiro – RJ

Centro de Consultas da Comissão de Valores Mobiliários em São Paulo
Rua Cincinato Braga, 340, 2º andar
São Paulo – SP

Superintendência Regional de Brasília
SCN, Qd. 2, Bloco A, 4º andar – Sala 404, Edifício Corporate Financial Center
Brasília – DF

Rio de Janeiro, 4 de julho de 2012.

Original assinado por

FLAVIA MOUTA FERNANDES
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Original assinado por

MARIA HELENA DOS SANTOS FERNANDES DE SANTANA
Presidente



INSTRUÇÃO CVM Nº [●], DE [●] DE [●] DE 2012

Dispõe sobre regras de proteção ao processo de formação de preços no âmbito de ofertas públicas de ações.

A **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** torna público que o colegiado, em reunião realizada em [●] de [●] de 2012, com fundamento no disposto no arts. 4º, II e V e 8º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, **APROVOU** a seguinte Instrução:

Art. 1º Fica vedada a aquisição de ações, no âmbito de ofertas públicas de ações, por investidores que tenham realizado vendas a descoberto da ação objeto na data da fixação do preço da oferta e nos 5 (cinco) pregões que a antecedem.

§ 1º Para os efeitos desta instrução, são consideradas vendas a descoberto aquelas realizadas por investidores que não sejam titulares das ações, ou cuja titularidade resulte de empréstimo ou outro contrato de efeito equivalente.

§ 2º Para os efeitos desta instrução, são consideradas operações de um mesmo investidor as vendas a descoberto e as aquisições de ações realizadas em seu próprio nome ou por meio de qualquer veículo.

§ 3º Fundos de investimento cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor não serão considerados como um único investidor para efeito do disposto neste artigo, desde que as operações estejam enquadradas nas respectivas políticas de investimento de cada fundo.

§ 4º A vedação prevista no **caput** não se aplica nos seguintes casos:

I – operações realizadas por pessoas jurídicas no exercício da atividade de formador de mercado da ação objeto da oferta, conforme definida na norma específica; e

II – aquisição em mercado da quantidade total de ações correspondente à posição a descoberto até, no máximo, 2 (dois) pregões antes da data de fixação do preço da oferta.



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 04/12

Art. 2º Considera-se infração grave, para os efeitos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, a não observância do disposto no art. 1º.

Art. 3º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.

MARIA HELENA DOS SANTOS FERNANDES DE SANTANA

Presidente