

Senhora Superintendente-Geral,

Referimo-nos ao MEMO/SRE/GER-2/Nº 53/2004, datado do dia 29 de março p.p., em que submetemos ao Colegiado o pedido de aprovação do procedimento de estabilização e dispensa de requisito do registro da operação sob referência, no que concerne à disponibilização do prospecto preliminar e definitivo no site do UBS, conforme previsto no artigo 42, § 3º da Instrução CVM nº 400 ("Instrução").

Na data da apreciação pelo Colegiado dos pedidos acima, os requerentes aditaram o pleito com nova solicitação de dispensa de requisito do registro, motivo pelo qual esta área técnica propôs e os membros do Colegiado acataram, a retirada do assunto da pauta da reunião de 31 de março do corrente.

### 1. Novo Pedido de Dispensa:

O novo pedido versa sobre a faculdade concedida pela Instrução a investidores, que tenham realizado pedido de reserva, de confirmarem o investimento somente após o início do período de distribuição, tal como disposto no parágrafo 2º do artigo 46 da Instrução.

Alegam os requerentes, em documento fundamentado, nos termos do § 2º do art. 4º da Instrução, para a obtenção da dispensa de atendimento do requisito constante do parágrafo 2º mencionado, em resumo, o que se segue:

- i. a estrutura de colocação de valores mobiliários em mercado de balcão não organizado depende em larga escala da garantia firme prestada pela instituição intermediária;
- ii. tal garantia firme faz parte de uma cadeia de garantias e contra-garantias que visam minimizar os riscos envolvidos na distribuição;
- iii. no que concerne aos investidores não-institucionais, a cadeia de garantias e contra-garantias depende da "irretratabilidade" do pedido de reserva;
- iv. a possibilidade da desistência do pedido de reserva após iniciado o período de distribuição dará um tratamento diferenciado para os investidores não-institucionais na medida em que estes terão uma opção, sem qualquer custo, que não é dada aos investidores institucionais;
- v. existe uma real possibilidade deste dispositivo enfraquecer os esforços de venda e colocação de ações junto a investidores institucionais;
- vi. o fato do pedido de reserva poder ser condicionado a um preço máximo já oferece adequada proteção ao investidor não-institucional, equiparando-o neste aspecto, na prática, ao investidor institucional; e,
- vii. este dispositivo é aparentemente conflitante com outras disposições da Instrução.

Pretendem assim os requerentes serem dispensados de assegurar que a confirmação da aceitação da oferta, por parte dos investidores que tenham efetuado a reserva das ações, ocorra somente após o início da oferta, conforme o artigo 46.

### 2. Nossas Considerações:

Conforme já mencionado, cabe assinalar que o novo pedido foi formulado com a fundamentação requerida no § 2º do art. 4º da Instrução.

Ademais, as alegações apresentadas pelos requerentes para a concessão da dispensa estão em consonância com os fundamentos do interesse público, da adequada informação e da proteção ao investidor, que devem ser sempre observados nas decisões de dispensa da CVM.

Todavia, as considerações acerca de eventual conflito de disposições da Instrução, merecem comentário mais detalhado desta área técnica.

Sobre a questão, os requerentes manifestam-se no seguinte sentido:

*O texto do parágrafo 2º do artigo 46 da Instrução CVM 400/03, que trata do prospecto preliminar (e não do recebimento de pedidos de reserva) é aparentemente conflitante com texto do parágrafo 4º do artigo 45 da mesma Instrução, que trata, especificamente, de pedidos de reserva.*

*Vejamos. O artigo 46 dispõe que:*

**"§ 2º Na hipótese de estar previsto o recebimento de reservas para subscrição ou aquisição, deverá ainda ser incluído no conteúdo do Prospecto Preliminar o seguinte texto: É admissível o recebimento de reservas a partir da data a ser indicada em aviso ao mercado, para subscrição (ou aquisição, conforme o caso), as quais somente serão confirmadas pelo subscritor (ou adquirente) após o início do período de distribuição". (grifamos)**

*Ou seja, na medida em que o parágrafo 2º do artigo 46 obriga a inclusão deste texto em todas as ofertas que admitam reservas, a confirmação de tais reservas após o início do período de distribuição parecer ser obrigatória para toda e qualquer oferta que admita reservas. Não obstante, o parágrafo 4º do artigo 45 da Instrução CVM 400 prevê o seguinte:*

**"§4º Mesmo que o Prospecto não estipule a possibilidade de desistência do pedido de reservas, esta poderá ocorrer, sem ônus para o subscritor ou adquirente, caso haja divergência relevante entre as informações constantes do Prospecto Preliminar e do Prospecto Definitivo que altere substancialmente o risco assumido pelo investidor ou a sua decisão de investimento". (grifamos)**

*A interpretação do parágrafo 4º do artigo 45 da Instrução CVM 400/03 parece indicar claramente que a efetivação de pedidos de reserva pode ser feita sem que exista possibilidade de desistência do mesmo, exceto na hipótese nele expressamente prevista. Em outras palavras, existe uma contradição aparente entre o parágrafo 4º do artigo 45 e o parágrafo 2º do artigo 46 da Instrução CVM 400/03.*

A propósito, vale ressaltar que tal interpretação tem prevalecido em todas as discussões públicas e consultas recebidas acerca da aplicação da Instrução, o que nos leva a admitir que a redação de tais dispositivos possa não ter sido a mais adequada e, deste modo, não reflita com fidedignidade o objetivo da CVM com essas medidas regulamentares.

Em realidade, entendemos não haver conflito entre os dispositivos citados.

A Instrução, seguindo o princípio da liberdade de contratar, faculta ao ofertante estipular ou não a possibilidade de desistência do pedido de reserva no

Prospecto, conforme o artigo 45. Assim, esperamos ver refletido no Prospecto uma das seguintes hipóteses:

- a. estipulação da possibilidade incondicional de desistência da reserva até a aceitação da oferta;
- b. estipulação da possibilidade de desistência da reserva na ocorrência das hipóteses especificadas, além daquelas previstas na Instrução, até a aceitação da oferta;
- c. negação da possibilidade de desistência da reserva, exceto pela ocorrência de divergência relevante entre as informações constantes do Prospecto Preliminar e do Prospecto Definitivo.

A formalidade da confirmação da reserva irá sempre ocorrer, em qualquer das hipóteses acima, após o início do período de distribuição, conforme preconizado no artigo 46. Em realidade, a aceitação da oferta somente se dá quando a oferta está lançada, ou seja, após o registro da CVM e a publicação do anúncio de início da distribuição. Portanto, a confirmação da reserva é, em nosso entender, o ato formal de aceitação da oferta pelo investidor.

Em consequência, para as situações a) a c) acima assinaladas, teríamos as seguintes hipóteses de confirmação da reserva efetuada:

- a. tendo sido pactuado no prospecto preliminar a possibilidade de desistência em qualquer condição, há a necessidade de confirmação da reserva, quando do lançamento da oferta, da parte do investidor;
- b. caso haja a possibilidade de desistência em determinadas situações, há a necessidade de confirmação da reserva, quando do lançamento da oferta, da parte do investidor apenas na ocorrência de tais situações e naquelas previstas na Instrução, que permitam a revogação da reserva ou do investimento. Nas demais situações, a confirmação pode ser automática, cumpridos os requisitos de obtenção do registro da CVM e da publicação do Anúncio de Início da Distribuição;
- c. finalmente, na hipótese da impossibilidade de desistência da reserva, exceto nas situações em que a Instrução garante tal prerrogativa ao investidor, a confirmação pode ser automática, cumpridos os requisitos de obtenção do registro da CVM e da publicação do Anúncio de Início da Distribuição, caso não ocorra uma das situações previstas na Instrução que possibilitem a revogação da reserva ou do investimento. Neste último caso, é requerida a confirmação à posteriori.

Em qualquer das hipóteses, o importante é que as condições de realização de reservas e de sua confirmação estejam claramente dispostas no Prospecto.

### **3. Conclusão:**

Conforme o exposto acima, temos uma interpretação distinta da apresentada pelos requerentes, acerca do previsto nos artigos 45 e 46 da Instrução, não vislumbrando conflito nos comandos existentes em tais dispositivos, no que concerne à reserva dos valores mobiliários ofertados e sua confirmação após o lançamento da oferta.

Deste modo, prevalecendo nossa interpretação, julgamos que perde objeto o pedido de dispensa formulado.

Diante do exposto, submetemos o pedido de dispensa do cumprimento do requisito do registro, bem como nossa manifestação a respeito, à apreciação do Colegiado.

Atenciosamente,

original assinado por

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro