



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº RJ2014/13261

Reg. Col. 9828/2015

Interessados: Itaú BBA S.A.
Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr e Quiroga Advogados
ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

Assunto: Consulta sobre a possibilidade de realização de operações de estabilização do preço das ações, bem como de aumento da quantidade das ações ofertadas por meio da outorga de opção de distribuição de lote suplementar, no âmbito das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos.

RELATÓRIO

I. Objeto e Contexto

1. Em 21.11.2014, Banco Itaú BBA S.A. (“Itaú BBA”) e Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados (“Mattos Filho Advogados”, e, em conjunto com Itaú BBA, “Consultentes”) apresentaram à CVM consulta acerca da possibilidade de realização de operações de estabilização de preço das ações, bem como de aumento da quantidade de ações ofertadas por meio da outorga de opção de distribuição de lote suplementar, no âmbito das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(“Ofertas com Esforços Restritos”), nos termos da Instrução CVM nº 476/2009, modificada pela Instrução CVM nº 551/2014.

2. Por ocasião da Audiência Pública SDM nº 01/2014, que antecedeu à edição da Instrução CVM nº 551/2014, a CVM recebeu de participantes do mercado sugestão de incorporar ao texto da Instrução dispositivo similar ao art. 24 da Instrução CVM nº 400/2003,¹ que permitisse ao ofertante outorgar ao intermediário opção de distribuição de lote suplementar até montante pré-determinado, devidamente informado aos investidores. Também foi sugerida a inclusão de dispositivo contemplando a possibilidade de estabilização de preço das ações no mercado secundário, nos moldes do já praticado no âmbito das ofertas públicas regidas pela Instrução CVM nº 400/2003.

3. Naquela oportunidade, a SDM entendeu, contudo, que “*a sugestão de viabilizar a estabilização de preço e a distribuição de lote suplementar fugiria à lógica de colocação restrita prevista na Instrução CVM 476*” (fl. 3), de modo que nenhuma das duas sugestões foi incorporada ao texto da Instrução CVM nº 551/2014 que foi aprovada pelo Colegiado da CVM.

4. No entanto, dada a importância da estabilização do preço das ações para o êxito das Ofertas com Esforços Restritos, e considerando ainda que o tema não foi suficientemente debatido por ocasião da Audiência Pública SDM nº 01/2014, os Consulentes solicitam a orientação da CVM quanto ao cabimento, nos termos da regulamentação vigente, (i) do aumento da quantidade de ações ofertadas mediante a outorga de opção de distribuição de lote suplementar de ações (usualmente denominado “**Green Shoe**”), nas mesmas condições e no mesmo preço das ações inicialmente ofertadas; e (ii) da realização por agente estabilizador de operações bursáteis visando a estabilização do preço das ações objeto da oferta (“Estabilização”).

¹“Art. 24. O ofertante poderá outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, que preveja a possibilidade de, caso a procura dos valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição assim justifique, ser aumentada a quantidade de valores a distribuir junto ao público, nas mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados, até um montante pré-determinado que constará obrigatoriamente do Prospecto e que não poderá ultrapassar a 15% da quantidade inicialmente ofertada. Parágrafo Único. A instituição intermediária deverá informar à CVM, até o dia posterior ao do exercício da opção de distribuição de lote suplementar, a data do respectivo exercício e a quantidade de valores mobiliários envolvidos”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

5. Inicialmente, a consulta foi formulada com vistas ao aproveitamento dos mecanismos acima assinalados em determinada oferta pública de distribuição de ações com esforços restritos de venda. No entanto, em decorrência das condições adversas do mercado de capitais, a companhia em questão optou por adiar a realização da oferta.

6. Nada obstante, os Consulentes manifestaram, por meio de expediente enviado à CVM em 29.5.2015, a intenção de manter a consulta, em razão da relevância do tema abordado e da importância da orientação da autarquia para as futuras ofertas públicas de ações distribuídas com esforços restritos de colocação.

7. Encontram-se abaixo retratados os principais termos da Consulta e do aditivo apresentado à CVM em 2.12.2014.

II. Considerações Gerais da Consulta

8. Os Consulentes entendem que, não obstante as conclusões alcançadas pela CVM na Audiência Pública SDM nº 01/2014, tanto o **Green Shoe** como a Estabilização são mecanismos disciplinados na Instrução CVM nº 400/2003 que se mostram plenamente compatíveis com o regime jurídico estabelecido na Instrução CVM nº 476/2009 (alterada pela Instrução CVM nº 551/2014) para as Ofertas com Esforços Restritos.

9. Alegam que o fato de o art. 5º, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009 excluir a incidência das normas previstas na Instrução CVM nº 400/2003 nas Ofertas com Esforços Restritos não constitui empecilho ao aproveitamento, em relação a essas últimas, do **Green Shoe** e da Estabilização.

10. Argumentam, nessa direção, que o objetivo do aludido art. 5º, inciso I, é afastar “(...) apenas normas de proibição ou procedimentais que possuam tratamento explicitamente diverso na Instrução CVM nº 476. Outra leitura permitiria, por exemplo, o argumento de que o procedimento usual de precificação via *bookbuilding* previsto no art. 33, § 3º, da Instrução CVM 400 não seria permitido nas Ofertas de Esforços Restritos – o que não nos parece ser o objetivo da nova norma” (fl. 4).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III. Cabimento da Outorga de Opção de Distribuição de Lote Suplementar de Ações

11. De acordo com os Consulentes, em que pese a ausência de expressa previsão na Instrução CVM nº 476/2009, o aumento da quantidade de ações ofertadas mediante a outorga de opção de distribuição de lote suplementar mostra-se plenamente aderente ao regime jurídico das Ofertas com Esforços Restritos.

12. Aduzem, nessa direção, “(...) o Anexo 7-A da Instrução CVM 476, que dispõe sobre as informações do início da oferta pública de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos que devem ser apresentadas pelo intermediário líder à CVM, não inclui, neste rol de informações, a quantidade de valores mobiliários ofertados, levando ao entendimento de que não haveria uma preocupação desta D. Autarquia em regular este aspecto das ofertas realizadas ao amparo da Instrução CVM 476, concedendo ao ofertante e às instituições intermediárias a liberdade necessária para determinar a quantidade de valores mobiliários a serem ofertados em função da demanda verificada na oferta de esforços” (fl. 5).

13. Apresentam, ademais, os seguintes argumentos:

- (i) a Instrução CVM nº 476/2009 estabelece expressamente as restrições a que se sujeitam as Ofertas com Esforços Restritos (número de investidores, qualificação do público-alvo etc.), nada tendo disposto sobre a quantidade de valores distribuídos a serem distribuídos;
- (ii) se fosse intenção da CVM vedar ou restringir a possibilidade de aumento da quantidade de valores mobiliários a serem distribuídos, tal orientação teria sido expressamente contemplada na Instrução CVM nº 476/2009, tal como se verifica em relação às restrições aplicáveis às Ofertas com Esforços Restritos (número de investidores, qualificação do público-alvo etc.);
- (iii) dada a limitação imposta ao público-alvo das Ofertas com Esforços Restritos, que deve ser composto exclusivamente por investidores



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

profissionais, dotados de maior sofisticação e conhecimento em finanças, não seria correto tornar o regime jurídico estabelecido na Instrução CVM nº 476/2009 mais rígido do que aquele previsto na Instrução CVM nº 400/2003 para as ofertas públicas de distribuição em geral; e

- (iv) o **Green Shoe** constituiu prática largamente adotada no nosso mercado nas últimas décadas, alinhada às melhores práticas internacionais, de modo que não faria sentido restringir o seu uso no âmbito das Ofertas com Esforços Restritos.

14. Ainda a propósito, os Consulentes ressaltam que a outorga da opção de distribuição de lote suplementar é essencial para viabilizar a estabilização do preço das ações a serem ofertadas, atividade de grande relevância não só para o emissor como para os investidores e o mercado em geral.

IV. Admissão das operações de Estabilização

15. De acordo com os Consulentes, a Estabilização traduz operação legítima, acolhida no arcabouço regulatório brasileiro há mais de cinquenta anos, desde a edição da Resolução nº 39, de 20.10.1966, do Conselho Monetário Nacional.²

16. Transferida a competência para regular o mercado de valores mobiliários à CVM, esta continuou a admitir a atividade de Estabilização, submetendo-a a regramento específico. Ao cabo desse percurso histórico, e em reconhecimento de sua importância para as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, a Estabilização foi expressamente prevista no art. 23 da Instrução CVM 400/2003, nos seguintes termos:

Art. 23. O preço da oferta é único, mas a CVM poderá autorizar, em operações específicas, a possibilidade de preços e condições diversos consoante tipo, espécie, classe e quantidade de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

² “Art. 111. Será considerada operação legítima de sustentação de preço a prática de intervenção no mercado, decorrente de contrato registrado no Branco Central e comunicado à Bolsa de Valores, objetivando impedir a queda de cotação de determinado título, abaixo de determinado valor.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(...)

§3º. Poderá haver contratos de estabilização de preços, os quais deverão ser previamente aprovados pela CVM.

17. Argumentam os Consulentes que *“as operações de Estabilização são internacionalmente utilizadas como um mecanismo de proteção de todos os investidores adquirentes, dos acionistas e do próprio emissor dos valores mobiliários, dado que objetiva evitar oscilações abruptas no preço de tais valores mobiliários, as quais acabam prejudicando investidores adquirentes das ações e os que pretendem manter uma posição de longo prazo”* (fl. 10).

18. Desta feita, entendem que *“as operações de Estabilização são condizentes não apenas com os objetivos da Instrução CVM 400, mas também com os objetivos da Instrução CVM 476, dado que trazem maior segurança para os investidores adquirentes das ações e para o mercado com um todo”* (fl. 10).

19. Assinalam que *“apesar de ser possível uma percepção de que as operações de estabilização não seriam necessárias em oferta pública destinada a investidores qualificados, por considerar que estes possuem melhores condições de avaliar os riscos inerentes à oscilação de preço dos valores mobiliários, (...) as operações de Estabilização são plenamente justificáveis no âmbito de uma oferta pública distribuída com esforços restritos, dado que a mesma (...) pode contar com a participação de investidores não institucionais, quais sejam, os próprios acionistas do emissor, que irão adquirir ações na oferta caso exerçam seu direito de prioridade, o qual inclusive pode representar, potencialmente, a totalidade ou quase a totalidade dos valores mobiliários a serem distribuídos na oferta”* (fl. 10-11).

20. Na opinião dos Consulentes, tanto o **Green Shoe** como a Estabilização poderiam ser empregados independentemente de previsão regulamentar expressa. Tanto é assim que tais mecanismos foram utilizados inicialmente no mercado brasileiro por ocasião da distribuição pública de ações da Aracruz Celulose S.A., registrada na CVM em 1992, ao amparo da Instrução CVM nº 13/1980, a qual não previa expressamente a possibilidade de utilização de nenhum deles. Mencionam, ainda, que desde a data dessa oferta e a publicação da Instrução CVM 400, *“várias dezenas de ofertas públicas de ações,*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

primárias e secundárias, que foram registradas perante esta D. Autarquia, previam a utilização de tais mecanismos” (fl. 26).

21. Ressaltam, ademais, que a leitura da própria Instrução CVM nº 476/2009 autorizaria o entendimento de que as operações de Estabilização seriam permitidas nas ofertas realizadas ao amparo desse normativo, uma vez que o art. 12 determina a aplicação às aludidas ofertas da norma de conduta prevista no art. 48, inciso II, da Instrução CVM nº 400/2003, que trata da execução de plano de Estabilização, nos seguintes termos:

Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM:

(...)

II – abster-se de negociar, até a divulgação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários do mesmo emissor e espécie daquele objeto da oferta pública, nele referenciados, conversíveis ou permutáveis, ou com valores mobiliários nos quais o valor mobiliário objeto da oferta seja conversível ou permutável, salvo nas hipóteses de:

a) execução de plano de estabilização devidamente aprovado pela CVM; (...).

22. Em vista disso, seria possível concluir que as Ofertas Com Esforços Restritos também podem contemplar a execução de plano de Estabilização, com a devida divulgação aos investidores.

23. Os Consulentes esclarecem que, uma vez confirmado o entendimento acima exposto, pretendem “*adotar, para a operacionalização da Estabilização nas Ofertas com Esforços Restritos, o mesmo mecanismo já largamente utilizado em todas as ofertas de ações que seguem o rito da Instrução CVM 400*”, que pode ser resumido nos seguintes termos:

- (i) o emissor outorgaria ao agente estabilizador a opção de distribuição de lote suplementar de ações, composto exclusivamente por ações a serem emitidas pelo emissor;
- (ii) o exercício da opção de distribuição do lote suplementar ocorreria no prazo de 30 dias, contados da data de início da negociação das ações na BM&FBOVESPA, sendo, portanto, posterior ao prazo para exercício do direito de prioridade na subscrição das ações pelos acionistas do emissor;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (iii) não seria operacionalmente viável abrir novo prazo para o exercício do direito de prioridade em relação às ações objeto do lote suplementar, de modo que referido direito seria observado apenas em relação às ações objeto da oferta base – como ocorre usualmente nas ofertas públicas com direito de prioridade realizadas ao amparo da Instrução CVM nº 400/2003;
- (iv) alternativamente ao previsto nos itens (i) e (iii) acima, a opção de distribuição do lote suplementar poderia ser outorgada por acionista vendedor, hipótese em que o direito de prioridade poderia ser exercido pelos acionistas do emissor em relação à integralidade das ações objeto da oferta;
- (v) o contrato de Estabilização a ser celebrado entre o agente estabilizador e o emissor seguiria o modelo padrão amplamente utilizado pelo mercado, o qual atenderia plenamente às condições previstas na Deliberação CVM nº 476/2005³, a saber: (a) ser semelhante aos propostos nos casos examinados e aprovados pelo Colegiado da CVM; (b) assegurar a transparência das negociações realizadas; e (c) ser suficiente para eliminar as possibilidades de manipulação do mercado;
- (vi) a minuta do contrato de Estabilização seria submetida à apreciação do departamento jurídico da BM&FBOVESPA, para revisão e comentários, em conjunto com o envio de minuta de fato relevante;
- (vii) o emissor e o agente estabilizador somente assinariam referido contrato após a confirmação, pela BM&FBOVESPA, de que a minuta apresentada atende às práticas de mercado e às regras aplicáveis a tais contratos, inclusive aos requisitos previstos na Deliberação CVM nº 476/2005; e

³ Por meio dessa Deliberação, o Colegiado da CVM delegou competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE para, entre outras coisas, aprovar minutas de contratos de estabilização de preço de que trata o § 3º do art. 23 da Instrução CVM nº 400/2003.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (viii) paralelamente, seria celebrado contrato de empréstimo por meio do qual o mutuante se comprometeria a emprestar ao agente estabilizador número de ações correspondentes a 15% da quantidade total de ações inicialmente ofertada;
- (ix) o empréstimo permitiria ao agente estabilizador vender ações em atendimento ao excesso de demanda que venha a ser verificado no decorrer da oferta e obter os recursos necessários para efetuar as aquisições de ações no procedimento de estabilização; e
- (x) desse modo, constatado o efetivo excesso de demanda ao final do prazo da estabilização (trinta dias após o início da negociação das ações na BM&FBOVESPA), o agente estabilizador exerceria a opção de distribuição de lote suplementar de ações em montante correspondente ao saldo verificado entre o total de ações vendidas e de ações não recompradas nas operações de estabilização.

V. Manifestação da PFE

24. Em 31.3.2015, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) proferiu o Parecer/nº387/2015/PFE-CVM/PGF/AGU (fls. 75-79) acerca a possibilidade de outorga de Green Shoe e de realização da atividade de Estabilização nas Ofertas com Esforços Restritos, à luz da regulamentação vigente.

25. Ao fim da análise das opções regulatórias refletidas na Instrução CVM nº 476/2009, a Procuradora Federal subscritora do Parecer alcançou as seguintes conclusões:

- (i) tendo em vista a flexibilidade que caracteriza o regime das Ofertas com Esforços Restritos, cumpre compreender o art. 5º, inciso I, da Instrução CVM nº 476/2009 como norma destinada a afastar dessas ofertas as



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

exigências contidas na Instrução CVM nº 400/2003, e não a proibir o uso nessas ofertas de procedimentos que constituem faculdades;

- (ii) não há qualquer embargo à distribuição de lote suplementar para o fim de promover a estabilização do preço das ações ofertadas em uma Oferta com Esforços Restritos

26. No entanto, o Subprocurador-Chefe da GJU-2, por meio de despacho proferido em 31.3.2015 (fls. 80-82), discordou das conclusões alcançadas pela Procuradora Federal subscritora do Parecer. Ressaltou o Subprocurador Chefe que, por ocasião da Audiência Pública nº 01/2014, restou expressamente consignado que *“a sugestão de viabilizar a estabilização de preço e distribuição de lote suplementar foge à lógica de colocação restrita prevista na Instrução CVM nº 476, de 2009”* (fl. 80).

27. Em seguida, ressaltou que o processo de elaboração de normas da CVM observa a realização de audiência pública, com a oportunidade de manifestação de interessados, conforme previsto no art. 8º, §3º, da Lei nº 6.385/1976 e regulamentado pela PORTARIA/CVM/PTE/Nº170, de 16.10.2014. *“Assim, a possibilidade de superação de tal óbice por meio de processo de consulta individual, sem a participação dos demais eventuais interessados, não se coadunaria com os procedimentos previstos para elaboração de atos normativos no âmbito da CVM”* (fl. 81).

28. Recomendou, desse modo, que a hipótese objeto da consulta fosse submetida a processo de elaboração normativa da CVM, por meio de audiência pública.

29. A manifestação de entendimento do Subprocurador-Chefe foi acompanhada pela Procuradora-Chefe da CVM em Exercício, a qual ressaltou, em despacho proferido em 1.4.2015, que *“o Colegiado da CVM pode, caso entenda pertinente, conferir interpretação autêntica da norma de modo a tornar possível a aplicação do art. 24 da Instrução CVM nº 400/03 às ofertas públicas com esforços restritos, não obstante o mais recomendável em termos de governança seja, de fato, o procedimento padrão de alteração normativa, com a realização de audiência pública, tal como se deu com a Audiência Pública nº 01/2014”* (fl. 82).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VI. Consulta formulada por ANBIMA e BM&FBOVESPA

30. Em 6.8.2015 (fls. 100-115), ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - e BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros apresentaram à CVM consulta sobre o mesmo tema abordado pelos Consulentes, de modo que ambas as consultas passaram a ser tratadas conjuntamente neste processo.

31. ANBIMA e BM&FBOVESPA S.A. corroboraram os argumentos já apresentados pelos Consulentes, trazendo informações adicionais sobre a importância da Estabilização para o êxito das ofertas públicas de ações, seja ela uma oferta inicial (*IPO*) ou subsequente (*Follow On*), distribuída com esforços amplos ou restritos.

32. Esclarecem, nessa direção, que a decisão de investimento no contexto de uma oferta pública é tomada em função do potencial de valorização após a colocação das ações no mercado. Por essa razão, as ofertas *Follow On* são sempre precificadas considerando um desconto sobre o preço da ação no mercado de bolsa. Similarmente, nas ofertas *IPO*, precifica-se as ações levando em conta um desconto sobre o preço teórico que a ação teria se já fosse negociada no mercado secundário.

33. No entanto, logo após a realização de uma oferta pública, as ações colocadas no mercado costumam sofrer forte pressão de venda, em virtude da estratégia de revenda em curtíssimo prazo (*flipping*) adotada por determinados investidores, o que pode fazer com as ações sejam negociadas, no período posterior à oferta, em um preço inferior ao ofertado.

34. Tal movimento, associado ao aumento de volatilidade do preço da ação que resulta da oferta, gera uma pressão vendedora que, por sua vez, pode conduzir outros investidores a venderem suas ações, gerando, desse modo, pressão de venda ainda maior, que “*contribui para um ciclo vicioso capaz de prejudicar o mercado de forma*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

geral, e especialmente a companhia e os investidores de longo prazo que adquirem ou subscrevem ações na oferta” (fl. 103).

35. Em vista disso, ANBIMA e BM&FBOVESPA S.A. afirmam que *“o processo de estabilização é essencial para amenizar a volatilidade do preço das ações após a referida oferta, e portanto mitigar distorções que porventura a oferta possa trazer ao processo natural de negociação das ações no mercado. Nesse sentido, a estabilização é benéfica ao mercado com um todo, pois a aludida pressão de venda pode prejudicar de forma relevante o valor das ações no mercado secundário e causar prejuízos aos participantes do mercado, incluindo os acionistas minoritários, acionistas controladores e a própria companhia, que, com a queda na cotação de suas ações, tem o seu custo de captação elevado em futuras emissões de ações”* (fl. 103).

36. Destacam, adicionalmente, que o racional acima indicado aplica-se, igualmente, às Ofertas com Esforços Restritos, ainda que o art. 3º da Instrução CVM nº 476/2009⁴ limite o número de investidores que podem subscrever valores no âmbito dessas ofertas. Nesse tocante, assinalam que o limite estabelecido não abrange investidores estrangeiros, acessados nos termos da regulação local aplicável. Além disso, de acordo com a referida regra, são considerados como único investidor fundos de investimento e carteiras administradas cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gesto, nada obstante a possibilidade de estarem sujeitos a estratégias de investimento distintas.

37. Destacam ainda que nas Ofertas com Esforços Restritos de ações, o período de *lock-up* de 90 dias previsto no art. 13, **caput**, da referida Instrução não é aplicável, de modo que as ações podem ser negociadas logo após a realização da oferta. Ademais, nessas ofertas, deve ser assegurado aos acionistas do emissor direito de prioridade,

⁴ “Art. 3º. Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos: I – será permitida a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica; e II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 50 (cinquenta) investidores profissionais. §1º Fundos de investimento e carteiras administradas de valores mobiliários cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor serão considerados como um único investidor para os fins dos limites previstos neste artigo. §2º Os investidores que exercerem direito de prioridade ou preferência não serão considerados para os fins dos limites previstos neste artigo”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

admitindo-se, dessa forma, que a subscrição de ações por número expressivo de investidores, sem que exista qualquer restrição à negociação no período subsequente à oferta.

38. Ponderam que, também nas Ofertas com Esforços Restritos de ações, o processo de precificação deve se mostrar atrativo para os investidores, sob pena de fracasso. Por isso, segundo alegam, *“a existência de plano de estabilização de preço no período subsequente à oferta tornou-se uma exigência de grande parte dos investidores, muitas vezes condicionante de seu ingresso na operação”* (fl. 106).

39. Quanto ao procedimento de Estabilização a ser observado nas Ofertas com Esforços Restritos de ações, apresentaram as seguintes observações:

- (i) o art. 23, §3º, da Instrução CVM nº 400/2003 submete os contratos de estabilização à prévia aprovação da CVM com o fim de assegurar a higidez das condições de execução do plano de estabilização;
- (ii) na hipótese das Ofertas com Esforços Restritos de ações, que são dispensadas de registro na CVM, o mesmo efeito poderia ser alcançado por meio da atuação das entidades autorreguladoras, notadamente por meio da aprovação prévia dos contratos de Estabilização pela BM&FBOVESPA, como aliás já ocorre em relação às ofertas realizadas ao amparo da Instrução CVM nº 400/2003;
- (iii) por ocasião da aprovação, a BM&FBOVESPA se compromete a verificar que o contrato de Estabilização indique: (i) prazo máximo das operações de estabilização, (b) quantidade máxima de ações adquiridas ou vendidas pelo agente estabilizador por pregão, (c) forma de atuação do agente estabilizador, (d) regras de preço para aquisição e venda de ações pelo agente estabilizador, e (e) obrigações do agente estabilizador de informar a BM&FBOVESPA e a CVM acerca da atividade de estabilização e divulgar informações ao mercado;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (iv) a BM&FBOVESPA se compromete ainda a supervisionar a execução do plano de estabilização na forma como atualmente o faz no âmbito das ofertas registradas perante a CVM; e
- (v) a ANBIMA, por sua vez, se compromete a incorporar ao seu *Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários* o acompanhamento dos documentos da oferta para expressa utilização do lote suplementar.

40. Ao final da consulta, ANBIMA e BM&FBOVESPA pedem à CVM a confirmação de que a Estabilização – viabilizada por meio da outorga de opção de distribuição de lote suplementar ao agente estabilizador em até 15% da quantidade de ações inicialmente ofertada – é plenamente compatível com o regime das Ofertas com Esforços Restritos.

41. Nessa esteira, comprometem-se a “*estabelecer requisitos específicos para as operações de estabilização de preço, em suas esferas de autorregulação e assim, caso necessário no entendimento da CVM, preencher eventual lacuna identificada na regulamentação vigente da CVM*” (fl. 114).

42. Como pleito subsidiário, caso a CVM considere necessário, ANBIMA e BM&FBOVESPA estariam dispostas a, na medida do aplicável das suas respectivas esferas de autorregulação, restringir a colocação de lote suplementar em Ofertas com Esforços Restritos a 10% da quantidade de ações inicialmente ofertada.

VII. Entendimento da SRE

43. Por meio do Memorando nº 40/2015-CVM/SRE (fls. 116-121), proferido em 1.9.2015, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE manifestou o entendimento de que, superada a análise jurídica, “*parece legítimo sob o ponto de vista econômico que, observado o cumprimento dos requisitos usuais para o estabelecimento*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

dos contratos de estabilização, bem como sua devida supervisão, se poderia consentir com o uso de tal instrumento em ofertas públicas sob a égide da Instrução 476” (fl. 119).

44. De acordo com a SRE, as operações de estabilização de preço constituem um dos instrumentos de mercado utilizados para neutralizar os efeitos prejudiciais das operações de *flipping* na precificação das ações colocadas no mercado no período subsequente à oferta pública.

45. Ainda de acordo com a SRE, outra forma de prevenir os efeitos do *flipping* é o *lock up* das ações ofertadas, o qual, contudo, não se aplica às Ofertas com Esforços Restritos de ações, em razão do disposto no parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM nº 476/2009. Desse modo, “*não restaria outra forma de evitar a ação do flipping que não seja a estabilização dos preços*” (fl. 119).

VIII. Distribuição do Processo

46. Na reunião do Colegiado realizada em 8.9.2015 fui sorteado como Relator deste processo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VOTO

1. Cuida-se de consulta formulada à CVM por Itaú BBA e Mattos Filho Advogados acerca da possibilidade de realização de operações de estabilização do preço das ações, bem como do aumento da quantidade de ações ofertadas por meio da outorga de opção de distribuição de lote suplementar, no âmbito das Ofertas com Esforços Restritos, nos termos da Instrução CVM nº 476/2009.

2. As diversas manifestações de entendimento sobre o assunto, bem como os argumentos favoráveis e desfavoráveis ao pleito dos Consulentes, encontram-se expostos no meu Relatório, de modo que vou me ater, neste voto, a fundamentar, objetivamente, as minhas conclusões.

3. Este voto encontra-se organizado em três seções, que correspondem aos três principais pontos suscitados na consulta, a saber: (i) cabimento do aumento da quantidade de ações ofertadas mediante a outorga de opção de distribuição de lote suplementar; (ii) exclusão da prioridade dos acionistas do emissor em relação ao lote suplementar; (iii) possibilidade de realização de operações de estabilização de preço das ações ofertadas.

I. Aumento da quantidade de ações ofertadas mediante a outorga de opção de distribuição de lote suplementar

4. Concordo com os argumentos apresentados pelos Consulentes quanto ao cabimento do aumento da quantidade de ações ofertadas mediante a outorga de opção de distribuição de lote suplementar.

5. De fato, extrai-se da leitura da Instrução CVM nº 476/2009 que o regime regulatório a que se sujeitam as Ofertas com Esforços Restritos é maleável no que tange à definição da quantidade de valores mobiliários a serem ofertados, conferindo-se, desse modo, às partes envolvidas na oferta liberdade para a escolha do arranjo que melhor atenda aos interesses do emissor e de seus investidores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6. As restrições que recaem sobre as Ofertas com Esforços Restritos relacionam-se, entre outros aspectos, à qualificação do público-alvo (art. 2º), ao número de investidores alcançados (art. 3º) e à intensidade dos esforços de venda (art. 2º, parágrafo único). Não dizem respeito, portanto, à quantidade de valores a serem ofertados nem ao volume financeiro a ser alcançado por meio da oferta.

7. Ademais, as informações do início da oferta, que o intermediário deve encaminhar à CVM, não incluem dados sobre a quantidade de valores mobiliários ofertados tampouco sobre o volume total a ser subscrito ou adquirido (Instrução CVM nº 476/2009, Anexo 7-A). Tais dados são exigidos apenas por ocasião do encerramento da oferta (Anexo 8), o que acomoda perfeitamente a hipótese de outorga de opção de distribuição de lote suplementar de ações, a ser exercida no curso da oferta.

8. Note-se que o fato de a Instrução CVM nº 476/2009, diferentemente da Instrução CVM nº 400/2003, não prever expressamente a possibilidade de outorga de opção de distribuição de lote suplementar (art. 24) não me parece contrário à admissão desse mecanismo nas Ofertas com Esforços Restritos.

9. Nesse tocante, cumpre observar que as duas instruções obedecem a lógicas diversas. A Instrução CVM nº 400/2003 preocupa-se, principalmente, com a regulamentação das ofertas públicas registradas na CVM, nas quais, em função justamente do registro, o órgão regulador concede autorização específica para a colocação junto ao público investidor de determinada quantidade de valores mobiliários. Sendo assim, uma vez registrada a oferta, o aumento da quantidade, por meio do exercício da opção, não poderia ocorrer senão em virtude de expressa previsão normativa.

10. Já em relação às Ofertas com Esforços Restritos, tal previsão normativa é desnecessária, pois que, nessa hipótese, a autorização administrativa concedida ao ofertante, por meio da dispensa automática de registro, não se vincula à quantidade de valores mobiliários a serem ofertados e, por conseguinte, não contrapõe restrições ao exercício da opção de distribuição de lote suplementar.

11. Por essas razões, entendo que, nos termos da regulamentação vigente, afigura-se lícito o aumento da quantidade das ações a serem ofertadas mediante a outorga de opção



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de distribuição de lote suplementar, no âmbito de Oferta com Esforços Restritos, seja ela oferta inicial, seja ela oferta subsequente, desde que sejam observadas as melhores práticas de mercado, inclusive no que tange à divulgação de informações ao público investidor.

12. A opção pode ser outorgada tanto pelo emissor como por acionista vendedor, ressalvado, na primeira hipótese, o cumprimento das normas estabelecidas no art. 9º-A da Instrução CVM nº 476/2009. Sublinhe-se, nessa direção, a obrigação de divulgação de fato relevante, nos termos do art. 9º-A, § 1º. A meu ver, compete à companhia ofertante incluir, nesse fato relevante, dados referentes à outorga da opção, de modo a propiciar aos investidores informações completas sobre o cronograma da oferta.

13. Além disso, há de ser respeitada a prioridade dos acionistas da companhia, como se verá na sequência.

II. Exclusão da prioridade dos acionistas do emissor em relação ao lote suplementar

14. De acordo com o art. 9º-A da Instrução CVM nº 476/2009, introduzido pela Instrução CVM nº 551/2014:

Art. 9º-A A oferta pública de distribuição primária de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis em ações ou certificados de depósito desses valores mobiliários distribuída com esforços restritos pode ser realizada com exclusão do direito de preferência ou com prazo para o exercício do direito de preferência menor que 5 (cinco) dias, na forma prevista no art. 172, inciso I, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976:

I – desde que seja concedida prioridade aos acionistas na subscrição de 100% (cem por cento) dos valores mobiliários; ou

II – se a realização da oferta sem a concessão de direito de prioridade for aprovada por acionistas que representem 100% (cem por cento) do capital social do emissor.

(...)

15. Daí decorre que, no âmbito das Ofertas com Esforços Restritos de ações, a exclusão do direito de preferência ou a redução do prazo de seu exercício, na forma da lei, somente é admitida quando concedida, em favor dos antigos acionistas, prioridade



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

na subscrição das ações emitidas, ressalvada a hipótese em que a medida é aprovada por acionistas que representem a totalidade do capital social do emissor.

16. O comando estabelece, em termos inequívocos, que a prioridade deve ser assegurada em relação a *cem por cento* das ações objeto da oferta primária, afastando, assim, a possibilidade de exceção ao aludido direito em relação à parte delas. A exclusão, com efeito, não é admitida em nenhuma hipótese, nem mesmo quando se faz necessária para viabilizar a outorga, pela emissora ofertante, de opção de distribuição de lote suplementar.

17. Nada obstante, em atenção às considerações apresentadas pelos Consulentes, considero pertinente a condução de estudos destinados a avaliar a conveniência de se admitir, nas Ofertas com Esforços Restritos, a exclusão da prioridade dos antigos acionistas com o fim de viabilizar a outorga, por emissor ofertante, de opção de distribuição de lote suplementar de ações.

III. Operações de estabilização de preço das ações ofertadas

18. A questão central suscitada pela consulta diz respeito ao cabimento, à luz da regulamentação vigente, de realização de operações de estabilização de preço nas Ofertas com Esforços Restritos de ações.

19. Os Consulentes, no que foram seguidos pela BM&FBOVESPA e pela ANBIMA, ressaltaram a relevância da Estabilização para o êxito das ofertas públicas de ações, sejam elas distribuídas com amplos esforços, sejam elas distribuídas com esforços restritos.

20. De fato, os argumentos apresentados são bastante convincentes quanto à conveniência, do ponto de vista regulatório, de se autorizar a Estabilização nas Ofertas com Esforços Restritos de ações. Ao que tudo indica, as razões que justificam a adoção desse mecanismo nas ofertas realizadas com base na Instrução CVM nº 400/2003 também estariam presentes nas Ofertas com Esforços Restritos de ações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

21. No entanto, a Estabilização traduz expediente que inspira cuidados, em virtude dos riscos que o seu uso inadequado pode acarretar para o bom funcionamento do mercado secundário. Por isso mesmo, encontra-se sujeito a regramento específico, só se admitindo o seu emprego em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários mediante prévia autorização da CVM (Instrução CVM nº 400/2003, art. 23, §3º).

22. Em vista disso, considerando o estado atual da regulamentação do mercado de valores mobiliários, não compartilho do entendimento segundo o qual a Estabilização poderia ser realizada nas Ofertas com Esforços Restritos, independentemente de autorização normativa por parte da CVM.

23. Com efeito, mesmo no âmbito das Ofertas com Esforços Restritos, a Estabilização há de ser conduzida ao amparo de regime regulatório apropriado. Não se trata, necessariamente, de exigir a aprovação do contrato de Estabilização pelo órgão regulador, o que, diga-se por oportuno, não parece ser aconselhável na hipótese de Oferta com Esforços Restritos, haja vista a dispensa automática de registro de que goza. Cuida-se, antes disso, de estabelecer regras capazes de promover o uso seguro, transparente e eficiente do mecanismo, em prol dos emissores, investidores e do mercado em geral.

24. Nesse tocante, os Consulentes, bem como a BM&FBOVESPA e a ANBIMA, sugerem que, na hipótese de Oferta com Esforços Restritos de ações, a BM&FBOVESPA, no desempenho de sua função autorreguladora do mercado de bolsa, fique responsável por aprovar o contrato de Estabilização, previamente à realização da oferta, bem como por supervisionar a sua execução.

25. Por ocasião da aprovação do contrato, a BM&FBOVESPA verificaria, em linha com os requisitos normativos estabelecidos na Deliberação CVM nº 476/2005, se o contrato de Estabilização indica: (i) prazo máximo das operações de estabilização, (b) quantidade máxima de ações adquiridas ou vendidas pelo agente estabilizador por pregão, (c) forma de atuação do agente estabilizador, (d) regras de preço para aquisição e venda de ações pelo agente estabilizador, e (e) obrigações do agente estabilizador de informar a BM&FBOVESPA e a CVM acerca da atividade de estabilização e divulgar informações ao mercado;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

26. Ademais, a ANBIMA incorporaria ao seu *Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários* práticas e regras relativas à divulgação nos documentos da oferta de informações sobre a outorga de opção de lote suplementar de ações e a contratação da Estabilização.

27. Em uma primeira análise, tal proposta se afigura ajustada ao atendimento dos fins a serem perseguidos pela regulação. No entanto, parece-me imprescindível o aprofundamento dos estudos sobre o tema e a condução de amplo debate com os participantes do mercado sobre o melhor modelo regulatório.

IV. Conclusões

28. Em vista das considerações expostas acima, entendo que a consulta deva ser respondida nos seguintes termos, à luz da regulamentação vigente:

- (i) admite-se o aumento da quantidade das ações a serem ofertadas, mediante a outorga de opção de distribuição de lote suplementar, no âmbito de oferta pública distribuída com esforços restritos, seja ela oferta inicial, seja ela oferta subsequente;
- (ii) a opção pode ser outorgada pelo emissor ou por acionista vendedor, ressalvado, quanto ao primeiro, o cumprimento das normas estabelecidas no art. 9º-A da Instrução CVM nº 476/2009;
- (iii) compete à companhia ofertante incluir no fato relevante, a que alude o art. 9º-A, § 1º, da Instrução CVM nº 476/2009, dados referentes à outorga da opção, de modo a propiciar aos investidores informações completas sobre o cronograma da oferta.
- (iv) em razão do disposto no 9º-A da Instrução CVM nº 476/2009, não se admite a exclusão da prioridade em relação à parte das ações emitidas que integram o lote suplementar a ser utilizado na Estabilização;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (v) na falta de normatização específica, não se permite a realização de operações de estabilização de preço nas ofertas públicas de ações distribuídas com esforços restritos.

29. Sugiro ainda o encaminhamento do presente processo à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM para que seja avaliada eventual reforma da Instrução CVM nº 476/2009 com o fim de (i) permitir a realização de operações de estabilização de preço nas ofertas públicas de ações distribuídas com esforços restritos, e (ii) autorizar a exclusão da prioridade dos antigos acionistas em relação à parte das ações emitidas de modo a viabilizar a outorga de opção de distribuição de lote suplementar pelo emissor ofertante.

Rio de Janeiro, 28 de junho de 2016

Original assinado por

PABLO RENTERIA

Diretor