



RELATÓRIO DE ANÁLISE
Audiência Pública SDM nº 04/2012 – Processo RJ-2011-2699

Objeto: Minuta de Instrução que dispõe sobre regras de proteção ao processo de formação de preços no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações.

1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública nº 04/2012, que recebeu comentários do público entre os dias 4 de julho e 3 de agosto de 2012, e teve como objeto a minuta de instrução que dispõe sobre regras de proteção ao processo de formação de preços no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações (“Minuta”).

A Minuta propôs a vedação da aquisição de ações na oferta por investidores que tenham vendido a descoberto a ação objeto da oferta na data da fixação do preço e nos 5 (cinco) pregões que a antecedem.

A experiência internacional e nacional revela um aumento expressivo das vendas a descoberto no período que antecede a definição do preço em ofertas públicas subsequentes às ofertas públicas iniciais (**follow ons** ou **repeat offers**), o que leva à queda no preço das ações e assim garante ganhos sem risco para participantes que tenham elevada expectativa de receber as ações na oferta.

Dessa forma, de acordo com a Minuta, os investidores que, no período restrito definido, tiverem efetuado essas operações, somente podem reverter as posições vendidas a descoberto pela aquisição das ações em mercado e não na oferta pública, o que reintroduz o devido componente de risco aos vendedores a descoberto.

Tal medida traz segurança para as companhias já registradas e estimula a realização de ofertas públicas subsequentes dentro do mercado brasileiro.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários gerais; (iv) comentários à Minuta; e (v) proposta definitiva de instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na



Audiência Pública nº 04/2012. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.

2. Participantes

- (i) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA;
- (ii) BM&FBovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros; e
- (iii) Giovanni Finetti.

3. Comentários gerais

A BM&FBovespa fez questão de ressaltar o excelente embasamento teórico e quantitativo que acompanha o Edital, bem como a iniciativa de regular a matéria. Afirmou que a prática especulativa do **short selling** pode comprometer os processos usuais de formação de preço e sua restrição é salutar no sentido de restaurar condições de apreçamento livres de influências artificiais de demanda, de modo que os preços de ofertas resultem dos movimentos usuais de oferta e procura.

O participante manifestou sua preocupação em relação a aspectos operacionais com implicações para a fiscalização da vedação, sugerindo que a CVM adotasse na regra uma definição do momento de verificação da titularidade das ações.

Nesse sentido questionou, por exemplo, se a existência de uma posição a descoberto deveria ser verificada no momento que a ordem de compra é inserida nos sistemas ou somente após a realização da liquidação da operação.

Outro exemplo de origem operacional se refere à possibilidade de interpretação incorreta de uma venda como sendo a descoberto em casos que as ações ainda estão registradas no agente escriturador, uma vez que nesses casos é permitida pelos sistemas computacionais da bolsa a venda com posterior transferência dos ativos para a central depositária.



A BM&FBovespa também manifestou preocupação em relação à possibilidade de especificação de comitentes que, de acordo com as normas daquela bolsa, pode se dar até o dia seguinte das operações (D+1), ou seja, após o encerramento do procedimento de coleta de investimento na oferta. Nesse sentido, a participante não vislumbra a possibilidade fática de vedar a aquisição dos valores mobiliários objeto de oferta pública pelos investidores que tenham realizado operações de venda a descoberto no momento da alocação.

Entretanto, o possível cancelamento da subscrição feita por investidores que tenham violado a regra, por serem possuidores de posições a descoberto, viria a alterar a estrutura da alocação das ações objeto da oferta.

Em função dos possíveis problemas apontados, a BM&FBovespa sugeriu, também, que seja definida qual entidade do sistema de distribuição de valores mobiliários será responsável pela criação dos procedimentos de controle que vedará a aquisição de ações, no âmbito das ofertas públicas, questionando se esta responsabilidade será atribuída às entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários, aos intermediários ou aos coordenadores das ofertas públicas.

Giovanni Finetti também manifestou sua preocupação com problemas de ordem operacional, em linha com a manifestação da BM&FBovespa, em especial em relação ao período de reespecificação de comitentes por parte das corretoras.

Nesse primeiro momento, a CVM não determinou que seja feito nenhum tipo de bloqueio prévio que requeira a verificação das posições dos investidores, sendo a análise acerca dessas posições realizada **a posteriori**.

Dessa forma, não há determinação, contemplada na norma, para a implementação de um sistema ou de uma rotina que seja capaz de identificar os investidores que estejam violando a regra e vede a negociação.

O comando é dirigido ao investidor e não às instituições intermediárias ou à entidade administradora de mercado organizado. A CVM adotará as medidas necessárias para acompanhar o cumprimento da norma.

Os investidores que efetivarem a conduta vedada pela norma estarão passíveis de serem identificados no âmbito da supervisão e fiscalização da CVM e responderão pelos seus atos, inclusive, em sede de processo administrativo sancionador.



Assim, não foi necessária a inserção de qualquer dispositivo relacionado à operacionalização das ordens e a CVM acredita que a preocupação dos participantes está afastada.

Giovanni Finetti se posicionou contrariamente à edição da norma, afirmando que a prática de alugar ações para vendê-las em seguida, aproveitando-se do preço agora com a expectativa futura de queda, não pode ser considerada como componente para formação artificial de preço. As ações alugadas efetivamente existem e compõem o capital social da companhia emissora, não tendo, portanto, nenhum componente artificial acompanhando-as.

Outro argumento do participante sobre a ausência de um componente artificial seria que o mercado brasileiro trabalha com a figura do agente estabilizador.

O aspecto da artificialidade da operação foi extensamente discutido no edital, inclusive com a elaboração de um estudo sobre os efeitos da venda a descoberto no mercado brasileiro, que demonstrou que essa prática leva, de fato, a uma depressão artificial de preços.

Nesse sentido, reproduzimos o seguinte trecho do edital:

“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, o aspecto artificial decorre da atuação em direção até possivelmente contrária a do entendimento do investidor sobre o valor da ação da companhia. A CVM considera necessário 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 no Brasil.

Quanto ao papel do agente estabilizador, este somente atua na operação após o anúncio de início de distribuição. Assim, não impede a depressão artificial dos preços nos



dias que antecedem a oferta.

Desde julho de 2012, os serviços são prestados pelo agente estabilizador durante o período compreendido entre a data do início de negociação das novas ações e o 30º (trigésimo) dia, inclusive, contado de tal data.

Ademais, em todos os seus aspectos, a regulação introduzida pela CVM segue a tendência internacional no que se refere às práticas adotadas para regular essa matéria.

O participante ponderou ainda se “*não seria justo a Ofertante, interessada no processo, remunerar os acionistas que disponibilizaram suas ações no BTC¹, antes do anúncio da oferta, à taxa equivalente pró-Rata uma vez que ficarão injustamente impedidos de alugar seus ativos?*”

O comentário está fora do escopo da audiência e não foi considerado.

4. Comentários à Minuta

4.1 Art. 1º, § 2º – Definição de “operações de um mesmo investidor”

A ANBIMA comentou que as situações nas quais a decisão de investimento não está sujeita à influência do investidor não devem ser objeto da vedação pretendida e sugeriu a seguinte redação para o § 2º, art. 1º, da Minuta:

“§ 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 cuja decisão de negociação seja não discricionária ou esteja sujeita à influência pelo investidor.”

A ANBIMA ressaltou que descumprimentos inadvertidos da norma poderiam ocorrer quando um determinado investidor participar da oferta sendo cotista de um veículo de investimento em que não participe das decisões de gestão daquela carteira.

A alteração da redação proposta pelo participante para o §2º está embasada em exceção similar prevista na regulação da **Securities and Exchange Commission – SEC** dos

¹ Banco de Títulos da BM&FBovespa.



EUA (Regulation M, rule 105, 17 CFR, Section 242.105 (b) (2)), que define que a compra na oferta realizada por uma conta de um determinado investidor não constitui infração, mesmo enquanto outra conta dele realizou uma venda a descoberto, se as decisões relativas às transações com valores mobiliários das contas em questão são realizadas separadamente e sem coordenação de negociação ou cooperação entre tais contas.

A decisão relativa à venda a descoberto nesses casos é do administrador de carteiras de valores mobiliários e, portanto, não reflete uma estratégia do investidor, que não participa das decisões do veículo.

Assim sendo, nos veículos de investimento cuja decisão de negociação não esteja sujeita à influência pelo investidor (gestão discricionária), este não deve ser impedido de participar da oferta.

Portanto, a sugestão foi considerada pertinente e está refletida na Instrução.

4.2 Art. 1º, § 4º – Sugestão de redação

A ANBIMA sugeriu o aperfeiçoamento da redação do § 4º para delimitar melhor as circunstâncias das exceções, substituindo a frase “*nos seguintes casos*” pela citação ao período de proibição definido no caput e pela referência somente a operações de vendas a descoberto:

“ § 4º A vedação prevista no caput não se aplica ~~nos seguintes casos~~ a quem, no período nele referido, tenha efetuado vendas a descoberto relacionadas a:”

A CVM não acatou a modificação porque considerou a redação original suficientemente clara.

4.3 Art. 1º, § 4º, inciso II – Sugestão de redação

Uma nova redação para o inciso II também foi proposta ANBIMA, substituindo a redação original da minuta pela seguinte:

“II – operações posteriormente cobertas por 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.”



A sugestão é pertinente e está refletida na instrução, pois segue o modelo de redação utilizado no inciso I.

4.4 Art. 1º, § 4º, inciso III – Nova hipótese de não vedação: operações por conta e ordem de terceiros

A ANBIMA, por pensar que as vendas a descoberto realizadas por conta e ordem de terceiros no período restrito pela norma não deveriam restringir o agente que, posteriormente, decida participar da oferta e adquirir ações para a sua própria carteira proprietária, sugeriu a inclusão de um inciso III, com o seguinte teor:

“III – negociações por conta e ordem de terceiros;”

De acordo com o seu entendimento, a venda a descoberto não guarda qualquer relação com a posterior aquisição proprietária e, portanto, não pode constituir prática manipulativa reprovável.

Um paralelo foi traçado pelo participante com a exceção prevista no art. 48, inciso II, alínea c, da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, cuja motivação seria similar a das exceções propostas para a vedação a ser introduzida pela nova norma.

A CVM não considera necessária a introdução desta exceção, uma vez que a minuta não impõe nenhuma responsabilidade ao intermediário, e tampouco obrigatoriedade de um bloqueio prévio. Não há, de fato, um paralelo com o art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003, uma vez que o comando é dirigido ao investidor e não às instituições intermediárias, como naquela norma.

Dessa forma, a responsabilidade é do comitente da venda a descoberto. A aquisição na oferta pela carteira proprietária de uma instituição intermediária que tenha realizado vendas a descoberto por conta e ordem de terceiros no período restrito não se enquadra na hipótese de infração prevista nesta norma e não é passível de imputação de penalidade.

Portanto, a sugestão não foi acatada.



4.5 Art. 1º, § 4º, inciso IV – Nova hipótese de não vedação: operações destinadas a acompanhar índices

A ANBIMA, por defender que as vendas a descoberto cujo objetivo seja acompanhar índice de ações, certificados ou recibos de valores mobiliários, por sua própria natureza, não deveriam restringir o investidor que, posteriormente, decida participar da oferta e adquirir ações para a sua carteira proprietária, sugeriu a inclusão do inciso IV, com o seguinte conteúdo:

“IV – operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários;”

O participante defendeu que se a venda a descoberto foi realizada para acompanhar índice, o investidor não está focado especificamente em nenhuma ação, e sim em uma cesta composta por vários papéis. Logo, uma venda a descoberto com essas características não guarda relação com a posterior aquisição proprietária e não constitui prática manipulativa.

Como no item anterior, o participante ressaltou a similaridade com a exceção prevista no art. 48, inciso II, alínea d, da Instrução CVM nº 400, de 2003.

A vedação à negociação prevista no art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003, é dirigida às instituições intermediárias da oferta e ocorre num período que, em alguns casos, pode se alongar por meses. Por isso a CVM avalia com cautela as exceções a esse regime de vedação e, inclusive, está propondo, em sede da audiência pública SDM nº 07/2012, a inclusão de novas exceções.

No entanto, a vedação prevista na norma ora em análise se distingue substancialmente da regra do art. 48, porque se dirige ao investidor (comitente final) e não limita a negociação com as ações da companhia objeto da oferta, mas apenas impede que o investidor, que tenha vendido a descoberto nos últimos 5 pregões antes da precificação, ou naquela data, adquira ações no âmbito da referida oferta.

Desse modo, a CVM não considera pertinente a inclusão dessa exceção, pois o investidor não estará impedido de adquirir as ações em mercado, situação distinta do caso tratado no art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Além disso, técnicas utilizando estudos de correlação, que são amplamente utilizadas,



também permitem que outros ativos sejam vendidos a descoberto para se atingir o objetivo de acompanhamento de índices.

Por fim, não é encontrado respaldo para este tipo de exceção nas regras internacionais e, portanto, a sugestão não foi acatada.

4.6 Art. 1º, § 4º, inciso V – Nova hipótese de não vedação: hedge de posições em derivativos contratadas com terceiros

A ANBIMA, por acreditar que as vendas a descoberto realizadas com o objetivo de proteção (**hedge**) de operações de derivativos contratadas com clientes não deveriam restringir o agente que, posteriormente, decida adquirir ações na oferta, sugeriu a inclusão do inciso V, com a seguinte redação:

“V – operações destinadas a proteger posições assumidas em derivativos contratados com terceiros;”

Neste caso, a ANBIMA argumentou que se tratam de operações com objetivo de proteção de posições decorrentes de contratos derivativos firmados com clientes, o que não guarda nenhuma relação com a posterior aquisição proprietária e, desse modo, não pode constituir prática manipulativa.

Assim como no item anterior, a CVM não considera pertinente essa exceção, pois não há impedimento da aquisição das ações em mercado, situação distinta do caso tratado no art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Também não é encontrado respaldo para este tipo de exceção nas regras internacionais e, portanto, a sugestão não foi acatada.

4.7 Art. 1º, § 4º, inciso VI – Nova hipótese de não vedação: administração discricionária da carteira de terceiros

A ANBIMA, por entender que as vendas a descoberto realizadas no exercício da administração discricionária de carteira de terceiros (gestão de fundos de investimento e carteiras administradas nos termos da Instrução CVM nº 306, de 5 de maio de 1999) não deveriam restringir o agente que, posteriormente, decida participar da oferta e adquirir ações para a sua própria carteira proprietária, sugeriu a inclusão do inciso VI, com o seguinte texto:



“VI – administração discricionária de carteira de terceiros;”

O participante afirmou que se a venda a descoberto foi realizada no exercício da administração discricionária de carteira de terceiros, ela não guarda qualquer relação com a posterior aquisição proprietária e, dessa forma, não pode constituir prática manipulativa.

Assim como nos itens anteriores, a ANBIMA citou a exceção prevista no art. 48, inciso II, alínea g, da Instrução CVM nº 400, de 2003, que teria motivação similar à da norma em discussão.

No caso da administração discricionária, o investidor a ser considerado será a carteira, o fundo de investimento ou qualquer outro veículo administrado, que não poderá adquirir as ações na oferta. O administrador não estará impedido de participar da oferta para sua carteira proprietária. Nesse sentido, a CVM entende que a exceção não é necessária.

4.8 Art. 1º, § 4º, inciso VII – Nova hipótese de não vedação: operações de arbitragem

A ANBIMA, por concluir que as operações com arbitragem objetivam capturar distorções de preços de um mesmo valor mobiliário em diferentes mercados, em um determinado momento, sem que o investidor altere sua posição direcional ao risco do papel, ou seja, não guarda qualquer relação com a posterior aquisição proprietária, sugeriu a inclusão do inciso VII, com a seguinte redação:

“VII – operações de arbitragem que não resultem na tomada de posições direcionais ao risco dos valores mobiliários; e”

A CVM também considera essa exceção desnecessária, uma vez que as operações envolvidas numa estratégia de arbitragem não configuram venda a descoberto quando consideradas em conjunto.

Por exemplo, no caso de operações de arbitragem envolvendo mercados internacionais, o investidor poderá comprovar a titularidade das ações (ainda que estejam como lastro de **Depository Receipts**) adquiridas no mercado externo e não estará sujeito a penalidades.



Portanto, a sugestão não foi acatada.

4.9 Art. 1º, § 4º, inciso VIII – Nova hipótese de não vedação: ajuste de posições por aporte de recursos em fundos de investimento

A ANBIMA manifestou que a vedação prevista no **caput** do art. 1º pode gerar distorções na alocação do fundo de investimento, quando este detiver posições vendidas a descoberto antes do período que trata o **caput** e ocorrer alguma movimentação significativa (aporte) durante o período de cinco pregões que antecedem a oferta.

Assim, sugeri a inclusão do inciso VIII, com o seguinte teor:

“VIII – ajuste de posições vendidas a descoberto previamente detidas pelos fundos de investimento quando ocorrerem aportes de recursos no período referido no caput.”

O gestor do fundo, no desempenho do mandato a ele conferido pelo regulamento do fundo, poderá ter de ajustar o montante de operações, por exemplo, nos fundos conhecidos como **long-short**, em função da variação do patrimônio do fundo de modo a não prejudicar os cotistas.

A CVM não considera a exceção proposta pertinente, uma vez que o fundo pode adquirir as ações objeto da oferta em mercado, caso eventualmente esteja impedido de participar da oferta.

Dessa forma, a sugestão não foi acatada.

5. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 8 de novembro de 2012.

Original assinado por

FLAVIA MOUTA FERNANDES

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado