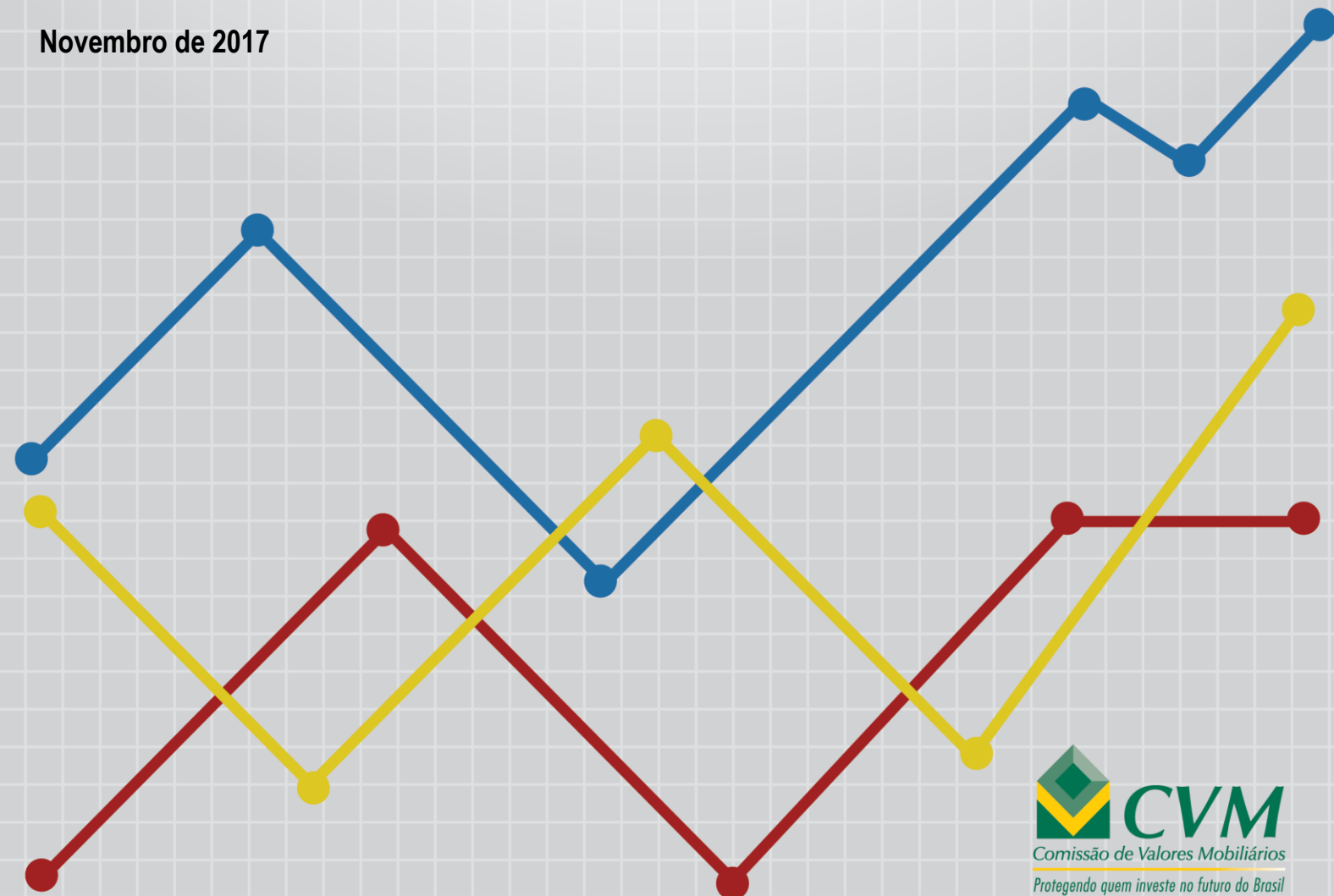


Operações de estabilização e lote suplementar no âmbito de ofertas com esforços restritos

Assessoria de Análise Econômica e
Gestão de Riscos (ASA)

Trabalhos para Discussão

Novembro de 2017



Elaboração: Equipe ASA

Contato: asa@cvm.gov.br

O presente estudo beneficiou-se de importantes comentários e contribuições feitas pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI) e pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), às quais agradecemos pelo auxílio nas diversas fases do trabalho. As opiniões e conclusões apresentadas no trabalho são de inteira responsabilidade de seus autores e não necessariamente expressam as da Comissão de Valores Mobiliários ou de outras áreas da Autarquia.

Índice

Introdução.....	4
2. O problema	5
3. Os agentes envolvidos em uma oferta com lote suplementar.....	7
4. Sobre ofertas públicas com esforços restritos.....	8
5. Definições e funcionamento: lote suplementar e greenshoe	10
6. A distinção entre o lote suplementar e o lote adicional	11
7. As fases de uma emissão com lote suplementar.....	14
8. A racionalidade do uso de lote suplementar para operações de estabilização EUA	14
9. Comparação entre diferentes regimes regulatórios	19
11. Conclusões	25
Bibliografia:	27

1. Introdução

- 1 O objetivo desta investigação é apresentar o funcionamento do mecanismo da opção de lote suplementar no âmbito de uma oferta de valores mobiliários em diferentes regimes regulatórios, de modo a verificar se a) a oferta de lote suplementar se justifica para além do objetivo de se possibilitar uma subsequente operação de estabilização e se b) o mecanismo de estabilização por meio de recompra de parte ou todo o lote suplementar é compatível com a lógica de colocação restrita prevista na Instrução CVM nº 476.

2. O problema

- 2 Quando da elaboração da Instrução CVM nº 476 de 16 de janeiro de 2009 (ICVM 476), dispondo sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, não foi incorporada à redação nenhuma disposição com relação à admissibilidade ou veto à oferta de lote suplementar nos prospectos de distribuições sob o âmbito desta instrução, assim como não foram previstos quaisquer mecanismos de estabilização no período subsequente às ofertas.
- 3 Previamente à edição da Instrução CVM nº 551 de 25 de setembro de 2014, que altera e acrescenta dispositivos, dentre outras, da ICVM 476, foi elaborada a audiência pública 01/2014, na qual a CVM recebeu de participantes do mercado a sugestão de incorporar ao texto da ICVM 476 dispositivo semelhante ao já presente na Instrução CVM nº 400 de 29 de dezembro de 2003 (ICVM 400), no tocante à estabilização de preços de ações no mercado secundário e à oferta de lote suplementar, equiparando nestes quesitos as ofertas públicas e as ofertas públicas com esforços restritos.
- 4 A Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM (SDM) havia entendido, naquela ocasião, que ambos os mecanismos fugiriam à lógica de colocação restrita prevista pela ICVM 476, de modo que nenhuma das duas sugestões foi incorporada ao texto da Instrução CVM nº 551 em pauta e aprovada pelo Colegiado da CVM.
- 5 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, “Consulentes”) apresentaram à CVM consulta reabrindo a questão, alegando que o tema não havia sido suficientemente debatido na audiência de setembro daquele ano. Os consulentes solicitaram à CVM orientação com relação ao cabimento, nos termos da regulação já vigente, do aumento das quantidades inicialmente ofertadas mediante outorga de opção de lote suplementar, assim como da realização por agente estabilizador de operações bursáteis visando à estabilização dos preços das ações objeto de oferta.
- 6 Argumentaram, em oposição ao entendimento da SDM, que tanto o lote suplementar quanto a estabilização dos preços são dispositivos compatíveis com a lógica de colocação restrita nos termos da ICVM 476, mas sobretudo que o fato da Instrução não citar os dispositivos em questão não constituiria fato gerador de empecilho à sua utilização pelos participantes do mercado.
- 7 Em resposta à consulta, o colegiado da CVM aprovou em 28 de junho de 2016 o voto do Diretor Pablo Renteria (CVM, 2015), no qual determina que, 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;
- 8 Com relação à admissibilidade da realização de operações de estabilização no âmbito de ofertas públicas com esforços restritos, sugere o encaminhamento do processo à SDM para que fosse avaliada eventual reforma da ICVM 476 com a finalidade de incorporar as operações de estabilização. Sugere também que seja considerada a possibilidade de se excluir a prioridade dos acionistas em relação às ações emitidas que integram o lote suplementar, embora este problema não tenha sido incorporado ao escopo desta investigação.
- 9 Desvincula-se, portanto, a oferta de lote suplementar e a realização de operações de estabilização de preços no mercado secundário, ainda que se tivesse no horizonte uma eventual incorporação da admissibilidade deste último mecanismo ao texto regulatório.
- 10 Em Agosto de 2017, a SDM solicitou à Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos da CVM (ASA) uma investigação acerca dos dois dispositivos em questão – a oferta de lotes suplementares e operações de estabilização – com o objetivo de explorar a relação entre os dois dispositivos, a racionalidade por trás de sua utilização em ofertas de valores e sua compatibilidade com a lógica de colocação restrita presente na ICVM 476. Resulta deste esforço o presente texto.

3. Os agentes envolvidos em uma oferta com lote suplementar

- **Ofertante**
 - Em ofertas primárias, trata-se da empresa à qual correspondem os valores mobiliários a serem negociados. Em ofertas secundárias, pode corresponder à própria empresa ou a acionistas.
- **Intermediário ou líder da oferta**
 - Corresponde ao subscritor¹ do contrato de oferta, papel normalmente desempenhado por um banco de investimentos apontado pelo ofertante. Possui o papel de assessorar o ofertante na formação de preço, na previsão da demanda e do comportamento do valor do ativo no mercado secundário, além de produzir os prospectos, formalizar todo o processo junto aos órgãos reguladores e à bolsa de valores e realizar a venda aos primeiros investidores. Em caso de uma operação de estabilização, o intermediário passa a exercer o papel de Agente Estabilizador, responsável pelo estabelecimento, registro e condução da operação.
- **Investidores**
 - Compõem o mercado primário, onde os valores são oferecidos aos primeiros proprietários. Adquirem os ativos diretamente da instituição intermediária, podendo oferecê-los futuramente a novos compradores. Podem adquirir os ativos em ofertas públicas ou em ofertas públicas com esforços restritos.
- **Mercado secundário**
 - Composto pelo público em geral, a qualquer interessado em adquirir valores mobiliários em um mercado previamente estabelecido. As trocas ocorridas neste mercado não alteram o volume total de ativos disponíveis, salvo quando ocorrem operações de recompra de ações pelo emissor.

¹ A literatura anglófona frequentemente se refere ao intermediário líder como *underwriter* (em tradução livre, “subscritor”), em alusão à subscrição do contrato de oferta. Em português o termo “subscritor” é mais usado para se referir aos investidores, na posição de subscritores dos contratos de compra.

4. Sobre ofertas públicas com esforços restritos

- 11 Ofertas públicas com esforços restritos são ofertas distribuídas a um grupo limitado², exclusivamente composto por investidores profissionais e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, reguladas, no Brasil, segundo a ICVM 476. Pode-se considerar este tipo de oferta como análoga ao que a literatura anglo saxônica chama de *private placement*, ou colocação privada (tradução livre). A colocação de valores sob estas condições isenta o ofertante e o intermediário de obedecer a uma parte substancial das exigências às quais se submetem as ofertas públicas oferecidas ao público mais amplo. Isto reduz consideravelmente os custos de observância e de emissão (no caso de oferta primária), em maior ou menor grau a depender das jurisdições nacionais específicas.
- 12 Para Blackwell e Kidwell (1988) os custos operacionais relacionados a uma operação com esforços restritos (*private placement*) são significativamente menores que no caso de uma oferta pública. Embora sua investigação tivesse por objeto a transação de títulos de dívida, os argumentos levantados pelos autores se aplicam perfeitamente para o caso da oferta (pública ou restrita) de ações. Segundo os autores:

The investment banker's compensation is usually lower for a private placement. In a private placement the investment banker serves only as a finder, bringing together issuers and potential purchasers. Furthermore, distribution costs are less for a private placement because the number of investors is much smaller. Finally, out-of-pocket expenses, which consist of legal fees, accountant's fees, trustee's fees, printing and engraving expenses, and fees for registering with the SEC, are usually lower for a private placement than a public sale, because SEC registration, certified financial statements, and a bound counsel's opinion are not required. In a public sale, on the other hand, investment bankers provide a variety of origination services, such as preparing a prospectus and other sales documents, securing a credit rating, establishing the sale date, providing advice on the structure of the issue and the use of the proceeds, and conducting preselling activities to estimate the demand for the bonds at tentative reoffering yields. In addition, the investment banker is compensated for certifying that an issue's reoffering price is consistent with inside information about the firm. (Blackwell e Kidwell, 1988, p. 255)

- 13 Em suma, os agentes procuram a distribuição com esforços restritos para reduzir os custos de emissão, a despeito das possíveis implicações de uma restrição do público para o nível de demanda para aquele ativo. Segundo Smith (1977) e Bhagat e Frost (1986), existem evidências de que há economia de escala na emissão de títulos, uma vez que uma parcela significativa do custo de flotação³ (ou custo de emissão/abertura) não varia para o tamanho da emissão. Ainda segundo os autores esta porção dos custos de abertura de capital que não varia com o tamanho da emissão é maior para ofertas públicas, o que implica em uma maior economia de escala para este tipo de emissão.

² No caso brasileiro, limitado a 75 investidores.

³ Tradução direta de flotation, termo mais usado no Reino Unido. No inglês americano costuma-se usar going public para se referir a "abrir o capital", "abertura de capital", etc.

- 14 Maiores economias de escala sugeririam que grandes emissões de títulos (debêntures, no caso investigado pelos autores, mas igualmente aplicável ao caso de emissão de novas ações) tenderiam a serem oferecidas em ofertas públicas, enquanto emissões mais modestas tenderiam a serem oferecidas em ofertas restritas (*private placement*). Carey et al. (1993) situam a colocação privada, no que se refere ao tamanho da oferta, tendencialmente entre empréstimos bancários (pequeno volume) e ofertas públicas (grande captação).
- 15 Uma parte dessas vantagens da oferta privada também se observam em ofertas secundárias, em particular no que tangem os custos de distribuição, muito embora a economia deste tipo de colocação seja mais intensa em ofertas primárias, devido aos custos de flotação. Os resultados encontrados em pesquisa bibliográfica para as vantagens relativas da colocação privada devem, portanto, ser relativizadas para ofertas secundárias, sem, contudo, prejuízo da validade e da direção do argumento.
- 16 Bhagat e Frost (1986) dividem os ofertantes entre dois grupos principais: aqueles que oferecem valores preferencialmente em ofertas públicas (*switchers*) e aqueles que acessam exclusivamente a colocação restrita (*non-switchers*). O argumento dos autores é que empresas grandes e de baixo risco acessarão ambos os mercados, tomando a decisão de oferecer com esforços restritos a depender do volume de captação pretendido, enquanto empresas que somente oferecerão em colocação privada o farão por não acessarem o mercado mais amplo de uma oferta pública, geralmente por conta de seus custos proibitivos na ausência de uma economia de escala. O perfil dessas empresas (*non-switchers*) é o de empresas menores ou mal qualificadas em classificações de risco, segundo os referidos autores.
- 17 O sentido deste tipo de colocação é, portanto, o de ampliar o acesso ao mercado de valores a ofertantes que não sejam capazes de superar as barreiras à entrada do mercado mais amplo das ofertas públicas, embora não se resuma a este perfil de ofertantes. Trata-se, em todo caso, de um mercado de risco. Apenas uma parcela dos riscos é mitigada através da exclusividade de participação de investidores qualificados, uma vez que as incertezas com relação ao desempenho desses ativos não se resumem a problemas de informação.

5. Definições e funcionamento: lote suplementar e greenshoe

- 18 O que conhecemos como lote suplementar é um valor mobiliário do tipo opção, análogo àquele que a regulação americana se refere como *overallotment option*. Convencionou-se chamar esta mesma opção de *greenshoe option* (opção greenshoe) como uma referência à primeira empresa a inserir o mecanismo em seu prospecto, em 1963, a Green Shoe Manufacturing⁴, ao passo que é possível tratar as duas expressões como sinônimas. Contudo, é frequente a referência a *greenshoe* como o ato de exercer a opção de compra prevista pelo mecanismo, enquanto *overallotment* corresponderia ao lote em si, a exemplo das diretrizes do Comitê Europeu de Reguladores para a União Europeia (CESR, 2002). Embora o mecanismo já exista desde a década de 1960, sua incorporação pelos diferentes regimes regulatórios é relativamente recente⁵, do que decorre a necessidade de se investigar o tema e verificar se as normas já existentes cumprem seu objetivo.
- 19 A regulação da Securities and Exchange Commission americana (SEC) define a opção de *overallotment* como um tipo especial de opção de compra, excepcionalmente dispensada do rótulo de derivativo, no qual o intermediário adquire o direito de vender mais ativos no mercado primário do que aquele inicialmente ofertado⁶, assim como o direito de comprar ativos futuramente do ofertante, ao mesmo preço de oferta, com o intuito de cobrir sua posição decorrente de uma venda a descoberto (*short selling*). A maioria das regulações restringe essa prática a um lote correspondente a 15% do montante previsto pelo prospecto⁷. O intermediário deve decidir se exerce sua opção de compra (*greenshoe option*) dentro de um período pré-definido (janela de opção), sendo detentor da opção de postergar seu exercício mesmo já tendo encontrado demanda para o ativo, optando, portanto, por conservar sua posição descoberta durante esse período (SEC, 2000).
- 20 A relevância deste ponto decorre de nosso interesse em investigar a relação entre o mecanismo do *greenshoe* e a constituição de um agente estabilizador, tendo em vista o confronto entre duas hipóteses não excludentes entre si. A primeira hipótese, extensamente trabalhada pela literatura, diz respeito à importância do lote suplementar ou *greenshoe* para a constituição de um agente estabilizador no período imediatamente posterior à oferta. O lote suplementar, neste contexto, funcionaria de modo complementar a outros possíveis instrumentos de estabilização de preços, tendo por objetivo reduzir a volatilidade do ativo no mercado secundário.
- 21 A segunda hipótese a ser verificada é a de que a oferta de lotes suplementares só se justifica no âmbito do objetivo verificado pela primeira hipótese, qual seja, o de

⁴ Hoje chamada Stride Rite Corporation.

⁵ No Brasil e na Índia, por exemplo, só passou a ser previsto a partir de 2003. No caso brasileiro, isto se deu com a Instrução CVM 400/2003.

⁶ Por isso *overallotment*, que em tradução livre corresponderia a “sobrealocação”.

⁷ Embora seja possível, no caso americano, assumir uma posição descoberta superior a este limite, o que se configuraria como uma *naked short selling*, ou seja, uma posição descoberta não passível de ser coberta pela garantia firme da opção *greenshoe*. A SEC admite que uma posição descoberta pode representar até 20% do prospecto, mas não nos aprofundaremos nesta regulação em particular. Ver quadro comparativo.

possibilitar, caso se verifique necessário, a execução de uma operação de estabilização de preços, assumindo o líder da oferta o papel de Agente Estabilizador. A oferta de lote suplementar em um contexto em que é vedada a recompra daqueles valores no período da janela de execução da opção de compra descaracterizaria o lote suplementar, que deixaria de ser uma opção e seria indistinguível do que a regulação prevê como lote adicional.

- 22 Podemos sumarizar as duas hipóteses nos seguintes enunciados:
- 23 Hipótese I: a oferta de lote suplementar é indispensável para uma operação de estabilização de preços eficiente;
- 24 Hipótese II: possibilitar a constituição de um agente estabilizador é o próprio objetivo da oferta de lote suplementar e o que a diferencia substancialmente de uma oferta regular de lote adicional.
- 25 Antes de prosseguirmos com a argumentação, cabem algumas considerações acerca do funcionamento da opção de lote suplementar.

6. A distinção entre o lote suplementar e o lote adicional

- 26 Existem dois dispositivos distintos que podem ser previstos, quando da elaboração de um prospecto de emissão de valores mobiliários, que propiciam ao líder da oferta algum grau de discricionariedade com relação ao montante final oferecido ao mercado primário: a oferta de lote adicional e a opção de lote suplementar. O primeiro cumpre estritamente a função de dar vazão a uma demanda não prevista pelo ativo, de modo a aumentar extraordinariamente o volume da captação no mercado primário.
- 27 A captação adicional pode não ser desejável nos casos em que a oferta tenha por objetivo angariar recursos para projetos específicos, o que pode implicar que a formação de caixa possa não compensar a consequente diluição do capital da empresa. Se, por outro lado, for desejável ao ofertante realizar a captação extraordinária, serão oferecidos novos valores mobiliários a serem imediatamente disponibilizados no mercado primário. Essa opção, também conhecida como *hot-issue*, deve estar prevista no prospecto e é limitada no Brasil a um adicional de 20% do montante inicial, nos termos do art. 14, inciso II, da ICVM 400. Difere-se do lote suplementar por não implicar em uma posição descoberta e por não ser passível de recompra (Carvalho e Pinheiro, 2010).
- 28 O mecanismo desenhado para o lote suplementar, por sua vez, se define pela oferta, por parte do intermediário, de valores além dos que possui no momento da oferta no mercado primário. Ao invés de prever a possibilidade de uma emissão adicional de valores para imediata disposição no mercado primário, é oferecido ao líder da oferta o poder de assumir, frente ao mercado primário, uma posição descoberta⁸. Isto significa que o banco

⁸ A rigor, uma venda a descoberto “pura” (*naked short selling*) se caracterizaria por uma venda de títulos que o vendedor não possui, sem o ter alugado de outrem ou ter quaisquer garantias de que o terá no futuro próximo. A posição a descoberto assumida em nosso caso, por outro lado, é garantidamente coberta pela

Líder da oferta, atuando enquanto intermediário entre a empresa ofertante e os investidores no mercado primário, pode vender mais valores do que foram emitidos, uma vez que se encontra salvaguardado por uma opção de compra de lote suplementar.

- 29 O mecanismo surge nos Estados Unidos, onde tanto o órgão regulatório (SEC) quanto os autorreguladores permitem que os participantes assumam posições descobertas. Conforme discutiremos em sessão dedicada à comparação internacional, diferentes regimes regulatórios produziram ligeiras variações no mecanismo descrito, a depender do tratamento dispensado à posição descoberta. Adiantamos que embora o mecanismo não seja detalhadamente descrito pela ICVM 400, no Brasil costuma-se estabelecer um contrato de empréstimo entre o ofertante e o intermediário, do qual o lote suplementar é objeto. No caso brasileiro, portanto, os valores objeto da opção de lote suplementar são necessariamente valores pré-existentes, mesmo que a opção não seja exercida pelo intermediário ao final da oferta. Em uma oferta inicial, portanto, a emissão é imprescindível, mesmo que ao final do processo aqueles valores não sejam alienados do emissor. Em uma oferta subsequente, por sua vez, os valores objeto da opção de lote suplementar serão valores de posse do ofertante ou de um acionista que, contudo, não trocarão de mãos senão quando da execução da opção de compra do lote suplementar pelo intermediário.
- 30 A diferença entre os dois tipos de lotes apresentados é que no primeiro, ao encontrar no mercado primário investidores interessados, o intermediário requer a entrega imediata de novos valores, enquanto no mecanismo de lote suplementar a entrega não é nem imediata, nem obrigatória, se encontrando em suspensão durante um período após a oferta, período este previamente determinado. O que define uma opção de compra é justamente a possibilidade se exercer, ou não, a opção. No caso de ofertas primárias, a depender do regime regulatório local, nem mesmo a emissão daqueles valores é necessária antes do fechamento da oferta.
- 31 Uma posição descoberta deve necessariamente ser desfeita, o que, no caso da sobrealocação prevista pela opção de lote suplementar, pode ser feito de duas maneiras. O intermediário pode a) exercer sua opção de compra, até a data limite prevista pelo prospecto, e entregar os ativos aos investidores ou b) recomprar o excedente oferecido, geralmente⁹ ao preço de oferta, no mercado secundário. Esse segundo cenário só é

opção de lote suplementar. A venda a descoberto “pura” não é permitida no Brasil (embora seja possível em transações infradiárias, assumindo este tipo de posição antes do fechamento do pregão). Por esta razão, a posição descoberta em uma IPO brasileira é restrita ao montante previsto no prospecto enquanto lote suplementar, enquanto nos Estados Unidos, onde é permitida a *naked short selling*, é possível assumir uma posição descoberta pura, além da *short selling* coberta pela opção *overallotment* (lote suplementar/*greenshoe*).

⁹ Algumas regulações estipulam que a recompra deve ser feita ao preço de emissão. A ICVM 400 não restringe neste sentido a operação de recompra, apenas determina que, caso a opção de lote suplementar seja exercida, o emissor ofereça ao intermediário as mesmas condições e preços oferecidos quando da emissão do lote inicial, conforme o artigo 24 da instrução. As regras do plano de estabilização ficam, portanto, estipuladas contratualmente, podendo variar segundo o prospecto. É usual estipular como limite superior para a oferta de recompra o preço de emissão e/ou o valor da última recompra.

possível e desejável quando o ativo sofre uma desvalorização no período imediatamente posterior à sua primeira oferta no mercado primário.

- 32 Mais adiante explicaremos o processo de forma esquematizada, tomando como exemplo uma oferta pública inicial. A importância da opção de lote suplementar é mais extensamente discutida pela literatura para os casos de oferta primária (IPO's), embora o recurso também esteja disponível para ofertas secundárias. Argumenta-se que o papel do agente estabilizador é mais crítico quando se trata da formação de um mercado para um ativo ainda não negociado, de modo que nesses casos o processo de formação dos preços é mais vulnerável a incertezas.
- 33 Em ofertas secundárias o mecanismo é semelhante, do que se ressalva que não necessariamente serão emitidos novos valores. Caso seja apenas uma oferta secundária, não associada a uma oferta subsequente, nenhum valor é emitido, o que implica que a oferta de lote suplementar será condicionada à existência prévia daqueles valores, em posse do ofertante. Ou seja, o ofertante disponibiliza ao intermediário um montante pré-determinado de valores mais uma opção de compra, a ser exercida ou não, de valores em sua posse. O mecanismo é, para todos os efeitos, o mesmo.
- 34 Antes de prosseguirmos com a esquematização, cabe uma última consideração acerca da operacionalização da opção de compra de lote suplementar, conforme exposto mais adiante ao final da sequência referente ao período da oferta, no que se refere à posição descoberta assumida pelo intermediário. A posição descoberta pura (*naked short selling*) é uma prática possível em alguns mercados, ainda que hajam preocupações com relação aos riscos para o mercado. Em 2008 o comitê técnico da Organização Internacional das Comissões de Valores – IOSCO emitiu um comunicado em que cita e comenta as principais iniciativas que os reguladores e auto-reguladores de países-membro vinham adotando para prevenir práticas abusivas através de venda descoberta (IOSCO, 2008).
- 35 No Brasil a venda descoberta “pura” (*naked short selling*) é inviável, conforme exposto pela CVM em nota por ocasião do comunicado da IOSCO em 2008 (CVM, 2008), uma vez que, caso observe-se falha na entrega dos valores na data da compensação, o vendedor automaticamente toma um empréstimo com a finalidade de desfazer sua posição. Caso os valores não estejam disponíveis e a liquidação não se complete, é compulsoriamente emitida uma ordem de compra daqueles valores no mercado, em nome do devedor, que estará sujeito a uma multa diária até que a operação se complete. Os custos operacionais são impeditivos, o que explica a ampla utilização de contratos de empréstimo para operações deste tipo. No caso da opção de lote suplementar no âmbito da Instrução 400 da CVM, portanto, observa-se, no período da oferta, que a opção se operacionaliza por meio de um contrato de empréstimo entre ofertante e intermediário. Cabe lembrar que o procedimento não é compulsório, muito embora seja amplamente utilizado.
- 36 No quadro seguinte apresentamos de forma esquemática o mecanismo do lote suplementar em sua forma mais genérica possível, no caso de uma oferta pública inicial, sem discutir ainda suas variantes ou sua aplicação em contextos regulatórios específicos.

7. As fases de uma emissão com lote suplementar



Janela de estabilização

De posse dos valores, os investidores começam a estabelecer um mercado secundário para os ativos.

A primeira oferta de um novo ativo no mercado aberto pode frustrar ou não as expectativas com relação à formação de preços.

Caso os preços subam

O intermediário exerce sua opção de compra.

O lote suplementar é emitido e entregue aos investidores.

Fim do processo de emissão

Caso os preços caiam

O intermediário procura os ativos no mercado aberto.

O intermediário compra os ativos ao preço de emissão.

Operação de Estabilização: cenários possíveis

Caso os preços se estabilizem

Parte do lote sobrealocado será recomprado.

Somente parte da opção de lote suplementar será exercida.

Preços se estabilizam no limite do lote

Todo o lote sobrealocado será recomprado.

A opção de lote suplementar não será exercida.

Fim do processo de emissão

Caso os preços continuem caindo

Todo o lote sobrealocado será recomprado.

A opção de lote suplementar não será exercida e a estabilização terá fracassado.

8. A racionalidade do uso de lote suplementar para operações de estabilização EUA

- 37 Seguindo a sugestão de Hansen, Fuller e Janjigiang (1987), também presente em Aggarwal (2000) e em Bagah't e Frost (1986), assumiremos que para todos os efeitos o agente tomador de decisões, em um processo de primeira emissão de valores mobiliários, é um intermediário apontado pela empresa emissora como o subscritor do contrato de emissão, que atuará como líder da oferta. De modo geral é apontado para esta função um banco de investimento com boa reputação e de confiança do emissor. A reputação do intermediário é destacada em todos esses trabalhos enquanto uma espécie de âncora moral contra os incentivos a um desempenho agressivo por parte do intermediário, mitigando conflitos de interesse presentes particularmente nos prospectos que incorporam a possibilidade de operações de estabilização (De Carvalho et al., 2015).
- 38 Segundo Aggarwal (2000), os intermediários líderes das ofertas, na condição de agentes estabilizadores, podem se valer de três tipos de iniciativas, no período pós-emissão, para agir sobre o mecanismo de formação de preços dos ativos em um mercado recentemente constituído:
- A. O agente estabilizador assume, frente aos investidores, o compromisso de recomprar os ativos ao preço da oferta enquanto a distribuição não está completa. Na medida em que o preço volta a subir acima do preço de oferta, os ativos são revendidos. Este tipo de operação não ocorre no Brasil.
 - B. Trata-se da opção de lote suplementar, onde o agente estabilizador sobrealoca um montante superior àquele inicialmente emitido, assumindo uma posição descoberta a ser desfeita no momento seguinte, seja por meio do exercício da opção ou pela recompra do excesso de ativos ofertados, a depender do comportamento dos preços do ativo no mercado secundário.
 - C. Algumas regulações permitem que o agente estabilizador estabeleça multas ou penalidades aos investidores que ofereçam ao mercado secundário os ativos recém-emitidos em um período muito curto. Embora não seja usual no Brasil, cuja regulação não prevê esse instrumento, um mecanismo que cumpre a mesma função é conhecido como lock-up, cláusula contratual que impede a colocação dos valores em mercado secundário durante determinado período. Seja por meio de multas, penalidades ou por meio de cláusulas impeditivas, o objetivo por trás deste tipo de instrumento é desestimular os investidores de curtíssimo prazo, conhecidos como flippers.
- 39 A atividade estabilizadora é defendida pela literatura, embora possa ser entendida enquanto prática de manipulação de preços, enquanto um mecanismo de proteção aos investidores, na medida em que operada por um agente interessado no bom

funcionamento do mercado. As regulações costumam explicitar, em regra específica, em quais casos a intervenção nos mercados visando influenciar o comportamento dos preços de ativos é excepcionalmente permitida, livre de ser enquadrada como prática abusiva. Nos Estados Unidos a atividade estabilizadora esta sujeita¹⁰ à Regra 104 da Regulação M, enquanto na União Europeia a prática está sujeita à norma prevista pela Commission Regulation (EC) N° 2273/2003, excetuando-se os casos em que haja norma nacional específica que contradiga a regra geral do bloco. No Brasil, ao invés de norma dedicada ao tema, a estabilização é prevista pela ICVM 400, que dispõe sobre ofertas públicas de valores mobiliários.

40 Ainda que observemos o uso da oferta de opção de lote suplementar também em ofertas secundárias, o recurso é defendido como de primeira importância em ofertas primárias, sobre as quais é possível encontrar mais material bibliográfico. As vantagens de se prever em prospecto algum tipo de estabilização resultam, sobretudo, da volatilidade particularmente alta à qual se submetem os ativos oferecidos pela primeira vez. Algumas das razões levantadas para o comportamento instável dos preços desses ativos são:

- a. A incerteza que paira sobre o processo de formação do preço dos ativos em ofertas primárias, considerando-se a inexistência de mercado prévio para o ativo;
- b. O incentivo à subprecificação do ativo por parte do intermediário (conservadorismo excessivo), que tende a ver na queda subsequente do preço do ativo um risco à sua reputação;
- c. O comportamento de investidores de curtíssimo prazo, conhecidos como *flippers*, que buscam em ofertas públicas iniciais a recompensa por meio da realização imediata dos lucros com a venda dos ativos no mercado secundário, agindo na premissa de que haverá subprecificação no mercado primário.

41 Nesse contexto, Aggarwal (2000) defende que o engajamento por parte dos intermediários com a sustentação dos preços é complementar à subprecificação dos ativos, de modo a atenuar o peso relativo da subprecificação no processo decisório dos investidores. O investimento em ofertas primárias é considerado um investimento de risco, e caso os investidores não percebam o compromisso do intermediário com algum tipo de sinalização de que aqueles ativos tendem a se valorizar, é possível, segundo o autor, que alguns deles desistam de seus lances antes do fechamento da oferta, podendo ocasionar um efeito cascata:

Price support activities are seen as a complement to underpricing. If underwriters do not engage in these activities, it is possible that investors will cancel an indication of interest or renege on an order. If price support is not provided and the aftermarket price is below the offer price, potential buyers can renege on their orders and cause a cascade, as discussed by Welch (1992). (Aggarwal, 2000, p. 1076).

¹⁰ A Regra 104 da Regulação M determina as regras aplicáveis à atividade de estabilização. Também é relevante para o tema a Regra 105 da mesma regulação, que trata da venda a descoberto.

- 42 A subprecificação, além de não representar garantia de bom desempenho futuro daquele ativo no mercado secundário, representa uma captação relativamente menor para o emissor, frente à diluição de seu capital entre os acionistas, acarretando uma menor bonificação para o intermediário, que é remunerado em comissão proporcional à captação. Soma-se a isso a expectativa dos investidores com relação a uma valorização certa dos ativos em mercado secundário, o que termina por atrair investidores de curtíssimo prazo (*flippers*). A atividade desses investidores de curtíssimo prazo estimula a volatilidade dos ativos, o que pode corroer a rentabilidade do investimento (Fishe, 2002).
- 43 É necessário distinguir entre dois processos que ocorrem e justificam a subprecificação por parte do intermediário. O primeiro, descrito no parágrafo anterior, diz respeito à expectativa de ganhos extraordinários com ofertas públicas iniciais, cuja consequência pode ser a atração de investidores de curtíssimo prazo (*flippers*). Este tipo de investidor termina por aumentar a volatilidade do ativo, motivo pelo qual não é desejável.
- 44 O segundo se refere propriamente ao problema da assimetria de informação, que é reduzido para acionistas e investidores qualificados, se comparado com o público mais amplo de uma oferta pública sem restrições. A atuação de agentes menos informados que o próprio emissor não deve ser desconsiderada para o entendimento do fenômeno de precificação de valores negociados. Ao oferecer para um público menos informado, ofertante e intermediário tendem a precificar os ativos em patamares que sejam mais facilmente percebidos como suscetíveis à valorização, o que aprofunda a tendência à subprecificação do preço de oferta.
- 45 Percebe-se, portanto, que os dois fenômenos apontam para uma mesma tendência. Pode-se dizer que ambos são apenas parcialmente suavizados em ofertas públicas com esforços restritos, nos termos da ICVM 476 (ou, em outros países, em *private placements*). O problema da assimetria de informação é consideravelmente reduzido em ofertas sob a ICVM 476, restrita a acionistas e investidores qualificados apontados pelo ofertante. Com relação ao risco relacionado aos *flippers*, por sua vez, pode-se argumentar que também é menor neste contexto em que o próprio ofertante tem poder de selecionar o público interessado.
- 46 Por outro lado, ainda que a expectativa de entrada de *flippers* possa ser menor em ofertas públicas com esforços restritos, isto não é, por si só, garantia de bom desempenho do ativo no mercado secundário. Uma precificação muito subestimada, por exemplo, pode levar a solavancos mais intensos nas negociações no mercado secundário, mesmo que os investidores não sejam tipicamente *flippers*. A percepção de que o ativo fora supervalorizado, por sua vez, implica em uma tendência mais imediatamente baixista no desempenho do ativo.
- 47 De todo modo, uma vez que o investidor espera do intermediário um compromisso com o bom desempenho futuro do ativo, a não inclusão de mecanismos de estabilização de preços pode ser percebida como uma sinalização de que os ativos foram precificados com viés para baixo. Isto por si só estimularia a realização dos lucros de curto prazo por parte dos investidores, o que pode comprometer o desempenho do ativo no mercado secundário, independentemente de ter havido de fato uma subprecificação pelo

intermediário (Aggarwal, 2000; Carvalho e Pinheiro, 2010; De Carvalho et al., 2015; Fishe, 2002). Além disso, o problema da formação de preços não se aplica do mesmo modo às ofertas subsequentes, que também podem ser objeto de opção de lote suplementar.

- 48 O objetivo de assumir previamente o compromisso com atividades de estabilização expost é sinalizar ao público que o ativo não foi subprecificado, que seu preço é “justo”, desestimulando os investidores mais interessados em operações de curtíssimo prazo. Ao encontro dessa constatação, Strömberg e Oskarsson (2009, p. 14) apontam que *greenshoe option* e o lote suplementar fazem com que o intermediário encontre-se comprado numa opção de venda ou *put* (isto é, vendido no ativo subjacente) este possuindo, portanto, incentivos para fixar o preço inicial da oferta (o preço de exercício da “*put*”) mais alto do que faria caso contrário, reduzindo os incentivos para subprecificação¹¹. Isto não significa que todos os riscos envolvidos foram mitigados. A sobreprecificação também pode prejudicar o desempenho imediato do ativo e forçar uma operação de estabilização indesejável, além de comprometer a reputação do intermediário.
- 49 Apesar de uma operação de recompra, nos termos previstos pela opção de lote suplementar, não acarretar em prejuízo para o emissor nem para o intermediário, corre-se sempre o risco de o agente estabilizador não obter sucesso com a sustentação dos preços, de modo que toda a sobrealocação é recomprada antes que os preços se estabilizem. Este risco deve oferecer um contra peso, sustentado pelo risco à reputação do intermediário, ao incentivo à sobreprecificação que poderia se supor resultante da previsão em prospecto de atividades de sustentação de preços. Nesse sentido, o mesmo, ao fixar o preço da oferta, não deve: a) fixar preços muito altos, de forma que não haja demanda posterior, acarretando quedas no preço do valor mobiliário após a oferta, arrecadação excessiva de recursos e comissões indevidamente altas; b) fixar preços muito baixos, de forma que o ofertante arrecade valores considerados insuficientes (Strömberg e Oskarsson, 2009, p. 12).
- 50 Além disso, pode-se supor que, apesar das diferenças entre as opções de lote adicional (*hot-issue*) e lote suplementar (*overallotment*), o dispositivo de recompra previsto exclusivamente para as opções de sobrealocação não exclui a possibilidade de serem usadas de maneira complementar ao lote adicional, no sentido de conferir discricionariedade ao ofertante no momento de descoberta da demanda pelo seu ativo. O ofertante pode ter por objetivo que o intermediário exerça a opção, ao fechamento da oferta, mirando no limite superior do potencial de captação da operação.

9. Comparação entre diferentes regimes regulatórios

¹¹ A paridade “put-call” implica em uma igualdade nos payoffs de uma “call” + título de renda fixa em comparação a uma “put” + ativo subjacente (para os mesmos prazos, preços de exercício de opção europeia e taxas de juros). Manipulando algebricamente, observamos que a situação do intermediário é a de uma posição negativa no ativo subjacente (posição vendida oriunda do empréstimo) mais um título de renda fixa (oriundo da aplicação a ser realizada com os recursos da venda dos ativos emprestados) mais uma call (“greenshoe”), ou seja, igual a uma “put”.

- 51 É possível destacar alguns elementos para comparação entre os diferentes modelos de regulação selecionados, no que se referem à prática da venda de lote suplementar ou *greenshoe*. É comum a todos os marcos regulatórios a diferenciação entre a oferta de “lotes adicionais” (*hot-issue*) e lotes suplementares, muito embora nem sempre esta distinção seja muito clara. No caso brasileiro, conforme veremos mais adiante, não é possível distinguir, somente com base no texto da ICVM 400, os dois dispositivos.
- 52 Em uma oferta inicial de ações, em se tratando tanto de ofertas públicas quanto ofertas com esforços restritos, a possibilidade de se oferecer um lote adicional àquele inicialmente anunciado possui a função de conferir alguma margem de discricionariedade ao intermediário líder da oferta, embora restrita a uma percentagem sobre o montante inicialmente anunciado, de modo a responder a uma eventual demanda imprevista. O dispositivo é amplamente utilizado internacionalmente, variando somente com relação aos limites superiores previstos para a proporção entre o montante inicial e o adicional. No Brasil o lote adicional é limitado a um acréscimo de 20% sobre os valores previstos pelo prospecto, nos termos do inciso segundo do Art. 14 da ICVM 400.
- 53 A oferta de lotes suplementares também é limitada a uma proporção do montante inicialmente ofertado, segundo limites definidos pelos reguladores, geralmente de 15% do montante inicial (sem considerar o lote adicional). Os Estados Unidos são um caso excepcional no que se refere ao tamanho da sobrealocação, uma vez que a regulação admite que os intermediários assumam uma posição descoberta pura, superior ao volume garantido pela opção de lote suplementar, ao passo que o espaço para discricionariedade dos agentes alarga-se um pouco mais.
- 54 Ainda que a SEC considere que uma venda descoberta ordinária – não abusiva – seja na realidade uma venda coberta através de empréstimo, somente é considerada uma posição descoberta “pura” abusiva aquela que termina por falhar na entrega dos valores vendidos (SEC, 2008). A operação não é abusiva, portanto, a priori. A Regra 105 da Regulação M trata da venda descoberta “pura” (*naked short selling*).
- 55 Uma segunda excepcionalidade pode ser observada na regulação indiana, que prevê um mecanismo *sui generis* para lidar com o problema do conflito de interesses entre o intermediário e o emissor, no que se refere à opção de lote suplementar. A SEBI estipula que a captação por meio de sobrealocação de valores deve ser provisionada, em caixa específico, a ser usada exclusivamente para o exercício da opção de lote suplementar. Ao final do período de estabilização, quaisquer montante excedente neste caixa especial, ou seja, aquilo que corresponderia à comissão do intermediário (o único excedente possível após o exercício da opção ou da operação de recompra de parte da sobrealocação) deve ir para um fundo especial, definido pelo regulador, destinado à educação e ao desenvolvimento de mercado. A medida visa coibir a prática abusiva do instrumento por parte dos intermediários com o intuito de aumentar artificialmente as comissões.
- 56 À parte das duas exceções apresentadas, a característica que encontra maior variação entre as regulações nacionais diz respeito à janela de estabilização. Alguns países estabelecem o prazo de 30 dias para que o intermediário exerça seu direito à opção *greenshoe*, como observado na Índia e no Reino Unido. Em outros países os prospectos

costumam obedecer a um padrão não mandatário. Nos Estados Unidos os contratos costumam estabelecer, embora não seja obrigatório, um prazo em torno de 14 dias, enquanto na Alemanha se costuma estabelecer contratualmente o prazo de 30 dias. O comitê de reguladores da União Europeia sugere que sejam estabelecidos 30 dias como o limite máximo para o período de estabilização, embora não seja obrigatório que as regulações nacionais sigam a diretriz. No Brasil também se observa o costume de estabelecer em prospecto o prazo de 30 dias para exercer a opção, mas não se trata de uma exigência normativa.

- 57 A regulação brasileira determina apenas que o tamanho e as condições da oferta de lote suplementar sejam explicitadas no momento da oferta e que sua eventual execução seja notificada ao regulador. Não estabelece explicitamente no que se distinguem o lote adicional e o lote suplementar, nem que a venda de lote suplementar implica em uma posição descoberta por parte do intermediário. Refere-se, por sua vez, a um mecanismo de ajuste da oferta a uma demanda não esperada:

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. (Instrução CVM nº 400/03)

- 58 Não é estabelecida qualquer relação entre a oferta de lote suplementar e a operacionalidade da atividade estabilizadora, tomada por objeto em pontos distintos da norma. O contrato de estabilização deve ser previamente informado no Prospecto e aprovado pela CVM, mas não existe nenhuma normatização que restrinja o agente estabilizador à recompra de valores objeto de garantia firme, quais sejam, os valores distribuídos sob o lastro, por assim dizer, da opção de lote suplementar. A ICVM 400 apenas determina que o regulador seja informado do exercício, total ou parcial, da opção de lote suplementar, não havendo nenhuma vinculação entre a oferta de lote suplementar e a operação de estabilização.
- 59 Levanta-se a necessidade de discutir mais profundamente esse ponto da ICVM 400, de modo a verificar se o modo com que a instrução aborda a opção de lote suplementar é suficientemente consistente, claro e completo. Sugere-se que a norma vincule a prática de sobrealocação à oferta de opção de lote suplementar, a ser exercida no limite de um prazo pré-determinado correspondente ao período de estabilização, no qual o intermediário se compromete a exercer a função de agente estabilizador, caso necessário. Nos casos em que não se deseje ou não seja possível realizar operações de estabilização no período após a oferta no mercado primário não caberia, caso seja acatada esta sugestão, a oferta de lote suplementar. A vinculação da opção de lote suplementar ao contexto de ofertas que prevejam operações de estabilização evitaria a utilização deste dispositivo como lote adicional (*hot issue*). Traria clareza à norma e alinhamento às práticas internacionais.

- 60 Finalmente, no que se refere ao uso de opção de lote suplementar e às atividades de estabilização especificamente no âmbito de ofertas com esforços restritos, não encontramos restrições ou discussões análogas ao problema que este estudo se propõe a investigar. De maneira geral, as regulações não diferenciam os regimes de colocação no que tange a essa problemática, de modo que pudemos encontrar, analisando anúncios de fatos relevantes referentes a ofertas com esforços restritos (*private placement*), menções a sobrealocação, lote suplementar e a operação de estabilização por meio de recompra do sobrelote.
- 61 A autoridade indiana, SEBI, é explícita com relação à obrigação da menção, no momento da oferta, da existência de opção *greenshoe*, mesmo em ofertas de colocação privada, com esforços restritos.
- 62 Embora não tenhamos encontrado na legislação canadense uma norma clara, verificamos um caso análogo ao da oferta com esforços restritos nos termos da ICVM 476 quando da emissão de ações (*unit shares*) pela empresa UNIGOLD INC., com sede em Toronto, em 2 de maio de 2016. As ações foram oferecidas a investidores qualificados em oferta restrita (*private placement*) com opção de lote suplementar correspondente a um adicional de 20% sobre a quantidade de ações inicialmente emitida. Admitu-se a possibilidade de se exercer a opção *greenshoe* no âmbito de uma oferta restrita, conforme exposto no seguinte fato relevante: http://www.unigoldinc.com/i/pdf/nr/2016-UGD-06-Private-Placement_160502.pdf.
- 63 Nos Estados Unidos, a colocação com esforços restritos submete-se à regulação 144a, que exige o jurisdicionado de determinadas exigências presentes na norma geral. A lógica da colocação com esforços restritos, por ser direcionada a investidores qualificados, é a de flexibilizar excepcionalmente as restrições impostas às ofertas públicas. À semelhança do caso canadense, é possível observar o uso do instrumento em ofertas privadas, como no caso da UFood Restaurant Group Inc., em 2008: <http://www.marketwired.com/press-release/ufood-grill-announces-28-million-proceeds-of-private-placement-offering-1237833.htm>. A atividade estabilizadora é regulada pela Regra 104 da Regulação M e se aplica às ofertas do tipo *private placemet*.
- 64 Também foram observados anúncios de ofertas com sobrealocação realizadas no âmbito de colocações com esforços restritos na Alemanha, como no caso da Allen & Overy, em 2016: <http://www.allenoverly.com/news/en-gb/articles/pages/senvion-geht-mit-allen--overly-an-die-b%C3%B6rse.aspx>.
- 65 O Reino Unido restringe a atividade estabilizadora às ofertas públicas (Li, 2003), sendo vedadas às colocações restritas do tipo *private placement*. É uma exceção, em se tratando do bloco europeu.
- 66 O quadro a seguir corresponde a um comparativo das práticas observadas em diferentes regimes regulatórios no que se refere à opção de lote suplementar. A comparação não foi exaustiva, embora consideremos que tenha sido suficiente para uma investigação preliminar. O contexto americano é imprescindível por ter originado o mecanismo do

greenshoe, enquanto o indiano é interessante por prever dispositivos únicos para prevenção de abusos na oferta de lote suplementar.

10. Quadro comparativo: regulação sobre lote suplementar

	Brasil	EUA	Reino Unido	União Europeia ¹²	Índia
Autoridade regulatória	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	Securities and Exchange Commission (SEC)	United Kingdom Financial Services Authority (FSA)	Committee of European Securities Regulators (CESR)	Securities and Exchange Board of India (SEBI)
Período de validade da opção	Definido em prospecto. Por costume, 30 dias.	Cerca de 14 dias, costumeiramente.	30 dias, mandatório	No máximo (e costumeiramente) um mês	30 dias, mandatório
Posição descoberta "pura"	Proibida	Amplamente utilizada	Proibida	Proibida	Proibida
Penalidade aos <i>flippers</i>	Não prevista	Permitida	Proibida	Proibida	Proibida
Extensão máxima da sobrealocação	15%	Frequentemente entre 15% e 20%	15%	15%	15%
<i>Greenshoe</i> em ofertas com esforços restritos	Em discussão, não previsto em norma	Permitido	Proibida	Permitido	Permitido
Retenção dos lucros com lote suplementar	Permitido	Permitido	Permitido	Permitido	Proibido

¹² A autoridade regulatória europeia (CESR) estabelece as diretrizes gerais para o bloco, embora os reguladores nacionais possuam autonomia para instituir regras divergentes. Optamos por apresentar o enquadramento geral que se dá ao tema na União Europeia, em detrimento de explorar as possíveis variantes nacionais.

11. Conclusões

- 67 A oferta de valores no âmbito da ICVM 476, uma vez que constituem um mercado mais acessível a empresas de maior risco e menor tamanho, emissoras de ativos com menor liquidez, poderia ter seu mecanismo aprimorado pela incorporação do instrumento de estabilização associado à opção de lote suplementar, tal qual descrito ao longo deste estudo. Os efeitos benéficos da inclusão, quando da elaboração de ofertas de valores mobiliários, de dispositivos de estabilização de preços no mercado secundário resulta em benefícios para todos os agentes envolvidos na oferta. Este estudo sugere que, no mínimo, os benefícios seriam parcialmente observados em ofertas públicas com esforços restritos.
- 68 Acatamos parcialmente, contudo, a ressalva apontada pela SDM, sugerindo que os efeitos benéficos de operações de estabilização em ofertas públicas com esforços restritos tendam a ser menos eficazes ou limitados. Embora se espere que os efeitos sejam menos restritos, nosso levantamento não apontou para riscos significativos para quaisquer dos agentes envolvidos.
- 69 De todo modo, não encontramos nenhuma razão para se diferenciar as regras da ICVM 400 e da ICVM 476, no que diz respeito à admissibilidade da opção de lote suplementar e de atividade estabilizadora em ofertas de valores mobiliários.
- 70 Conforme expusemos, os riscos envolvendo práticas abusivas por parte dos intermediários líderes costumam ser contrabalançados pelo risco reputacional. Uma vez que o intermediário líder opera no período da estabilização coberto por opção de compra de lote suplementar, o único risco para o intermediário líder diz respeito ao eventual fracasso da operação de estabilização.
- 71 O risco para o acionista diria respeito ao uso abusivo da oferta de opção de lote suplementar (Boreiko e Lombardo, 2009). O intermediário líder possui algum incentivo, embora pouco significativo, a pressionar pela inclusão da opção de lote suplementar independentemente do interesse em promover a atividade estabilizadora, visando à maximização de sua comissão. Pondera-se, por outro lado, que a comissão esperada com a operação possa ser alcançada de outras formas, independentemente da flexibilidade conferida à operação por meio dos lotes adicional e suplementar.
- 72 Uma vez consideradas verdadeiras as duas hipóteses apresentadas no início deste documento, justifica-se a pertinência de se propor uma revisão da ICVM 400 no que se refere a uma descrição mais detalhada e explícita do mecanismo da opção de lote suplementar, tal como sua relação com a constituição de um agente estabilizador no período imediatamente posterior à oferta.
- 73 A aceitação da hipótese I, de que a oferta de lote suplementar é fundamental para a viabilização da operação de estabilização, tomada conjuntamente frente à veracidade da hipótese II, de que esta viabilização é a própria finalidade que justifica a oferta de lote suplementar, nos conduzem à interpretação de que ambos os dispositivos deveriam ser

indissociáveis, o que poderia ser explicitado no texto da ICVM 400 e, caso admitida a estabilização no âmbito da ICVM 476, também nesta instrução.

- 74 Ainda que a CVM já tenha deliberado, através da aprovação do voto do diretor Pablo Renteria, no dia 28 de junho de 2016, pela admissibilidade da oferta de lote suplementar em ofertas públicas com esforços restritos, e deste modo desvinculando o dispositivo do contexto da preparação de operações de estabilização de preços, sugerimos que a norma restrinja, por meio de alterações tanto na ICVM 400 e na ICVM 476, a oferta de opção de lote suplementar às ofertas que incluam dispositivos de estabilização de preços por meio da recompra de lote suplementar.
- 75 Concluimos que o referido voto fora consistente com a regulamentação então vigente, muito embora tenhamos identificado elementos que possam ser aprimorados. Dentre as vantagens que esperamos das alterações propostas podemos listar a) maior transparência com relação ao funcionamento e à finalidade da oferta de opção de lote suplementar, b) alinhamento com as práticas observadas internacionalmente e c) redução do risco de práticas abusivas envolvendo a oferta de opção de lote suplementar.

12. Bibliografia

- AGGARWAL, R. Stabilization activities by underwriters after initial public offerings. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 3, p. 1075–1103, 2000.
- BAGHAT', S.; FROST, P. A. Issuing costs to existing shareholders in competitive and negotiated underwritten equity offerings. *Journal of Financial Economics*, n. 15, p. 233–259, 1986.
- BLACKWELL, D. W.; KIDWELL, D. S. An investigation of cost differences between public sales and private placements of debt. *Journal of Financial Economics*, v. 2, n. 22, p. 253–278, 1988.
- BOREIKO, D.; LOMBARDO, S. Stabilization Activity in Italian IPOs. *SSRN Electronic Journal*, 2009.
- CAREY, M. et al. 166 *The Economics of the Private Placement Market*. 1993.
- CARVALHO, A. G. DE; PINHEIRO, D. B. Determinantes da estabilização de preços em Ofertas Públicas Iniciais de Ações. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 8, n. 4, 2010.
- CESR. Stabilization and allotment: a european supervisory approach, 2002.
- CVM. ICVM no 400. Instrução CVM no 400. . 2003.
- _____. Comunicado IOSCO: iniciativas que impõem restrições a vendas a descoberto (Short Selling). Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081003-1.html>>. Acesso em: 6 out. 2017.
- _____. Processo Administrativo CVM No R2014/13261, 2015.
- DE CARVALHO, A. G. et al. *Conflicts of Interest in the Underwriting of IPOs and Price Stabilization*. 2015.
- FISHE, R. P. H. How Stock Flippers Affect IPO Pricing and Stabilization. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 37, n. 2, p. 319, jun. 2002.
- HANSEN, R. S.; FULLER, B. R.; JANJIGIAN, V. The Over-Allotment Option and Equity Financing Flotation Costs: An Empirical Investigation. *Financial Management*, v. 16, n. 2, p. 24, 1987.
- IOSCO. IOSCO Technical Committee Members' Initiatives Relating To Restrictions on Short Sales, 2 out. 2008.
- LI, P. Price Stabilization under the Securities and Futures Ordinance. Disponível em: <<http://www.internationallawoffice.com/Newsletters/Capital-Markets/Hong-Kong/Simmons-Simmons/Price-Stabilization-under-the-Securities-and-Futures-Ordinance>>. Acesso em: 13 out. 2017.

SEC. Excerpt from Current Issues and Rulemaking Projects Outline. Disponível em: <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/ci111400ex_regs-k_sss.htm>. Acesso em: 21 set. 2017.

_____. Press Release: SEC Issues New Rules to Protect Investors Against Naked Short Selling Abuses; 2008-204; Sept. 17, 2008. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-204.htm>>. Acesso em: 6 out. 2017.

SMITH, C. W. Alternative Methods for Raising Capital: Rights versus underwritten offerings. *Journal of Financial Economics*, n. 5, p. 273–307, 1977.

STRÖMBERG, D.; OSKARSSON, M. The usage and effects of over-allotment arrangements in Swedish IPOs - An empirical study of IPOs on the Stockholm Stock Exchange 1999-2008. Sweden: Stockholm School of Economics, 10 jun. 2009.