

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL

Ana Clara Baldini Costa Aranha
RA00224928

“O mecanismo da ancoragem em ofertas públicas iniciais: Natureza jurídica e histórico de utilização no mercado de capitais brasileiro.”

São Paulo
2023

Ana Clara Baldini Costa Aranha

O mecanismo da ancoragem em ofertas públicas iniciais: Natureza jurídica e histórico de utilização no mercado de capitais brasileiro.

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, para obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Marcelo Guedes Nunes.

São Paulo
2023

AGRADECIMENTOS

Agradeço imensamente aos meus pais por todas as oportunidades que me proporcionaram. Poder contar com o apoio incondicional deles foi o que me levou até aqui e é o fator que me impulsiona a continuar crescendo e dando o meu melhor em tudo que faço. Hoje e sempre sou grata pelo que minha família me ensina diariamente.

Agradeço a equipe de Mercado de Capitais do Mattos Filho, por me acolherem e me incluírem em um ambiente tão desafiador que possibilitou meu acesso à discussões de extrema relevância desde o meu primeiro dia. Este trabalho é fruto direto do que absorvi durante a minha trajetória de três anos no escritório. Agradeço especialmente meus amigos, que me inspiram todos os dias a ser uma profissional dedicada sem deixar de lado os outros âmbitos da vida.

Não menos importante, expresso minha gratidão pelos amigos que fiz durante a faculdade, aqueles que me acompanharam nesta trajetória e que deixaram os cinco anos de PUC-SP mais leves, impulsionando meu aprendizado dentro e fora da faculdade. Obrigada. E, por fim, mas não menos importante, ao meu orientador, Prof. Marcelo Guedes Nunes, por ter aceitado fazer parte deste projeto.

RESUMO

O presente trabalho visa, em primeiro plano, a compilação de todas as ofertas públicas iniciais realizadas no mercado de capitais brasileiro, incluindo informações públicas disponibilizadas ao mercado investidor e a forma como as Companhias e a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) entendem serem suficientes os descritivos de tal mecanismo no âmbito de ofertas, de modo a preservar o pleno acesso às informações relevantes para a tomada de decisão de investimento, bem como o tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas. Tais compromissos de investimento, comumente referidos como operações de ancoragem, resultam na ação do investidor-âncora de subscrever ou adquirir ações objeto de oferta pública, sendo que sua decisão de investimento é baseada em negociações privadas, as quais ocorrem fora do processo da oferta pública e resultam na formalização de um instrumento específico com termos e condições variados. Todavia, pelo princípio da transparência, nos termos da regulamentação aplicável, os documentos elaborados pelo ofertante ou pelos coordenadores, destinados ao fornecimento de informações relativas ao emissor ou à oferta a potenciais investidores, devem conter todas as informações que possam influenciar a tomada de decisão relativa ao investimento, o que inclui o *disclosure* de eventual acordo de investimento, mesmo que anterior à oferta e realizado fora dela. Assim, dada a escassa utilização e entendimentos doutrinários e jurisprudências sobre o tema, o que se desdobra em insegurança jurídica a todos os *players*, o presente estudo pretende analisar, de forma comparativa, como foram feitos os *disclosures* por cada uma das Companhias que se utilizou da ancoragem e como os descritivos foram recepcionados pela CVM.

Palavras-chave: Mercado de Capitais; Ancoragem; Oferta Pública Inicial; Companhias Abertas;

ABSTRACT

This paper aims, preliminary, to compile all initial public offerings carried out in the Brazilian capital markets, including public information made available to the investor market and the manner in which the Companies and the Brazilian Securities and Exchange Commission ("CVM") understand that the description of such mechanism in the context of offerings is sufficient, in order to preserve full access to relevant information for investment decision-making, as well as the equitable treatment of the recipients and acceptors of the offerings. Such investment commitments result in the anchor investor's action of subscribing or acquiring shares subject to a public offering, and its investment decision is based on private negotiations, which take place outside the public offering process and result in the formalization of a specific instrument with respective terms and conditions. However, according to the principle of transparency, under the terms of the applicable regulations, the documents prepared by the issuer or the coordinators, intended to provide information regarding the issuer or the offer to potential investors, must contain all information that may influence the decision making regarding the investment, which includes the disclosure of any investment agreement, even if prior to the offer and carried out outside of its scope. Thus, given the scarce use and doctrinal and jurisprudential understandings on the subject, which unfolds in legal uncertainty to all players, the present study intends to analyze, in a comparative way, how the disclosures were made by each of the Companies that used the anchoring mechanism and how such descriptions were received by the CVM.

Keywords: Capital Markets; Anchoring; Initial Public Offering; Public Companies;

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	15
2 CONCEITO.....	17
2.1 Natureza jurídica.....	19
2.1.1 Acordo de investimento.....	19
2.1.2 A atuação dos investidores âncora como um negócio jurídico previamente existente.....	19
3 VANTAGENS DE UTILIZAÇÃO.....	21
3.1 O papel dos investidores-âncora e as vantagens por eles garantidas.....	21
3.2 Riscos mitigados.....	21
3.2.1 Risco de espera.....	22
3.2.2 Risco relacionado à fixação inadequada do preço.....	22
3.2.3 Risco de colocação.....	22
3.3 Sinalização de segurança ao mercado e o estímulo à adesão.....	23
4 PRINCÍPIOS E DEMAIS NORMAS APLICÁVEIS.....	25
4.1 Assimetria de informações no mercado e o tratamento equitativo aos ofertados.....	25
4.2 Preço único.....	26
4.3 Jurisprudência CVM e o caso Comerc.....	27
5 HISTÓRICO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	29
5.1 Panorama Geral.....	29
5.2 Análise comparativa dos documentos da oferta.....	29
5.2.1 Análise do disclosure e Mecanismos acordados.....	30
5.2.1.1 Smiles S.A.....	30
5.2.1.2 Ouro Fino Saúde Animal Participações S.A.....	33
5.2.1.3 Banco Inter S.A.....	36
5.2.1.4 Boa Safra Sementes S.A.....	38
5.2.1.5 Dotz S.A.....	40
5.2.1.6 GetNinjas S.A.....	42
5.2.1.7 Smartfit Escola de Ginástica e Dança S.A.....	44
5.2.1.8 CM Hospitalar S.A. (Viveo).....	46
5.2.1.9 Comerc Participações S.A.....	48
5.2.2 Análise comparativa.....	50
6 CONCLUSÃO.....	52
REFERÊNCIAS.....	54
ANEXOS.....	57

1 INTRODUÇÃO

Antes da década de 1960, o mercado de capitais brasileiro possuía pouca expressão, sendo que os investimentos eram direcionados principalmente para ativos reais, como imóveis, evitando os ativos financeiros, como os títulos públicos e privados. Isso se dava, principalmente, pela insegurança do mercado brasileiro, com a aceleração do processo inflacionário, que alcançou o patamar de 100% ao ano no primeiro trimestre de 1964 (PINHEIRO, 2019, 167) e, conseqüentemente, inviabilizava as operações com títulos à prazo. Assim posto, considerando também a falta de estrutura das bolsas de valores e das corretoras, o mercado não se desenvolvia, ficando restrito a poucos negócios com ações de algumas empresas.

Nesse cenário, a reestruturação do mercado financeiro e sua legislação, resultante das grandes reformas iniciadas pelo governo em abril de 1964, tornou-se de extrema importância, impulsionando leis como a primeira Lei de Mercado de Capitais (Lei no 4.728/65), com a reformulação do sistema de intermediação financeira e criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central.

Tempos depois, em uma nova tentativa de recuperação do mercado acionário, foram introduzidas, em 1976, a Lei das Sociedades Anônimas e a segunda Lei do Mercado de Capitais, com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A partir da década de 1990 houve a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, com um período de forte crescimento induzido por abertura, privatização e estabilização econômica (PINHEIRO, 2019, p. 168).

Nas últimas décadas, uma das possíveis fontes de financiamento no mercado ganhou notória importância. Conhecida como IPO (*Initial Public Offering*), trata-se de um tipo de oferta pública no qual uma empresa emite ações na bolsa de valores pela primeira vez e as mesmas são vendidas a investidores. Através desse processo, o público passa a ter o direito de transacionar essas ações. Conceituados pela doutrina societária como as “*Ofertas mediante as quais uma companhia fechada acessa o mercado pela primeira vez, promovendo a distribuição pública de valores mobiliários de sua emissão*” (EIZIRIK et Al, 2015).

Assim, de forma contínua, a necessidade de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro levou os setores público e privado a tomar uma série de medidas para sua obtenção. Com isso, os mecanismos de alocação de riscos, proteção de investidores e igualdade de tratamento, dentre outros, sofreram extrema sofisticação através do tempo, seja ela observada

no mercado brasileiro ou internacional. Nesse contexto de evolução, baseando-se no modelo que surgiu nos mercados asiáticos na década de noventa do século passado, surge no Brasil, em 2015, a primeira operação a fazer uso do mecanismo da ancoragem em ofertas públicas de ações, como uma forma de viabilizar a abertura de capital de empresas, bem como assegurar um preço por ação que agrade às companhias, por exemplo, em cenários em que há incerteza política ou uma sequência de desistências de ofertas, realidades observadas diversas vezes em nosso país.

Porém, como de costume, há um descasamento entre a realidade dos mecanismos utilizados pelos *players* do mercado e o direito positivado. Nesse sentido, como se verá a seguir, apesar de ser utilizada há quase dez anos no Brasil, a ancoragem não conta com nenhuma regulamentação por parte da CVM. Apesar de diversos *players* clamarem pela inclusão de regras específicas para estimular esse tipo de operação, argumentando que as ofertas com âncoras tendem a passar por um escrutínio maior dos investidores profissionais, os quais avaliam a companhia em detalhes antes do IPO (RENTERIA, Pablo, 2021), houve apenas uma única manifestação do colegiado da CVM nesse sentido e, mesmo após isso, o cenário continua de insegurança.

2 CONCEITO

Tendo em vista a ausência de regulamentação específica, deve-se basear em conceitos doutrinários - também escassos, para a conceitualização da ancoragem, bem como estudos do direito estrangeiro. De maneira simplificada, pode-se trazer como conceito chave o seguinte entendimento:

A cornerstone investment is an agreement by an investor, usually a large institutional or sovereign investor, to subscribe for a fixed monetary amount of shares in an IPO. This agreement is usually definitively committed to shortly before the IPO price range is announced and the prospectus is published. The price at which a cornerstone investor will invest is usually at, or determined by reference to, the IPO price. (MCNAUGHTON, Ross e COLE, James, 2015)

Assim, o acordo de investimento é o canal pelo qual, de forma irrevogável, o investidor-âncora se compromete, ainda no estágio inicial da oferta, ou até mesmo antes do início desta, a investir um montante pré-estabelecido, garantindo de antemão a colocação de um certo número de ações e, conseqüentemente, reduzindo o valor a ser levantado no mercado pelos demais investidores (ESPINASSE, Philippe, 2018, p. 34).

Com efeito, a participação do investidor-âncora sinaliza ao mercado a existência de demanda suficiente para a completa consumação da oferta (GREENE, Edward F., 2017), bem como a sua confiança na qualidade da oferta e da companhia emissora dos valores mobiliários. Essa sinalização é ainda mais forte quando o compromisso de investimento vem acompanhado de arranjos contratuais que visam mantê-lo como acionista da companhia por algum tempo (*lock-up agreements*), algo usual nas ofertas públicas iniciais brasileiras, como se verá a seguir.

Nesse sentido, Ronald J. Gilson e Renier H. Kraakman, em artigo publicado em 1984, explicam de que forma a reputação do *underwriter* - nomenclatura inglesa usada para se referir ao investidor-âncora - afeta “dramaticamente” a eficiência do procedimento de oferta pública:

[t]he investment banker represents to the market (...) that it has evaluated the issuer’s product and good faith and that it is prepared to stake its reputation on the value of the [ativo vendido na oferta pública]. Moreover, because the investment banker, unlike the issuer, is certain to be a ‘repeat player’ in the capital markets, there are no final period problems to dampen the signal of value.

Quanto ao contexto em que estes *players* se inserem, vale adentrar no entendimento das ofertas públicas. Estas por sua vez, nos termos da Resolução CVM 160 podem ser conceituadas da seguinte forma:

Art. 3º Configura **oferta pública de distribuição o ato de comunicação** oriundo do ofertante, do emissor, quando este não for o ofertante, ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, disseminado por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e **cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários** [...] (grifo nosso)

Assim, as ofertas públicas de distribuição constituem espécie de proposta irrevogável de contrato por adesão, por meio da qual a companhia emissora de valores mobiliários ou alguns de seus acionistas propõem alienar tais valores ao público investidor. Os aceitantes da oferta devem subscrever e integralizar os valores mobiliários (no caso das ofertas primárias), ou adquirir e pagar o preço de compra (no caso das ofertas secundárias). Já, especificamente, as ofertas mediante as quais uma companhia fechada acessa o mercado pela primeira vez, usualmente referidas como IPOs, promovem a distribuição pública de valores mobiliários de tais empresas (EIZIRIK et Al, 2015), possibilitando o acesso à capital em mercado de balcão.

No entanto, como será detalhado a seguir, há uma série de obstáculos para o sucesso de uma oferta pública, principalmente em se tratando de IPOs, trazendo, assim, diversos riscos que precisam ser ultrapassados pelo ofertante, sendo o investidor-âncora um componente de extrema relevância para possibilitar a conclusão de tais ofertas. É especialmente evidente a sua importância em momentos econômicos e políticos mais conturbados, quando os investidores em geral tendem a se mostrar mais céticos com relação às perspectivas da economia e avessos aos riscos inerentes ao mercado de ações.

Como explica James Innes na publicação do Latham & Watkins em 2019, [...] *Cornerstone investments can assist a firm's overall exit objective [...]. Strong early support from cornerstone investors can help with marketing an IPO to other investors, increasing the likelihood of a successful listing and paving the way for an exit.* Como se vê, o papel assumido pelo investidor-âncora vai além daquele desempenhado pelos demais investidores participantes da oferta (LOW, Chee Keong, 2009, p. 668) posto que ele não se obriga apenas a pagar o preço da oferta, pois, se comprometendo de antemão a realizar e manter determinado investimento na companhia, assume deveres e riscos adicionais aos que são inerentes à oferta

pública. Assim, a importância dos investidores-âncora resta evidente, sendo necessária uma investigação mais aprofundada do documento em que se baseia a atuação destes no âmbito das ofertas públicas, quais sejam, os acordos de investimento.

2.1 Natureza jurídica

2.1.1 Acordo de investimento

Em primeiro plano, cumpre notar que os acordos de investimento são compromissos de investimento privado entre um ou mais ofertantes e um ou mais investidores. Por conta disso, os arranjos contratuais são específicos a depender de cada caso e da vontade das partes, mas sempre onerosos e bilaterais. Assim, ao indicar a possibilidade de seu ingresso em uma operação, um investidor âncora costuma negociar os termos de sua participação em diversas dimensões, sendo comum que se estabeleçam mecanismos de governança ou de representatividade em órgãos de administração, de reforço de participação ou de eventual saída ordenada do investimento. Em especial nos dois últimos casos, são diversos os instrumentos contratuais hábeis a atingir os fins almejados – dentre eles, se encontra a outorga de opções de compra ou de venda de ações.

Ainda, é comum que os investidores-âncora condicionem o investimento (i) à fixação do preço da oferta dentro de um determinado intervalo ou (ii) à que a sua participação na oferta não seja maior (ou, ao revés, menor) do que determinado percentual (ou, cumulativamente, à que sua participação final se situe dentro de um determinado intervalo). Por outro lado, os acordos de investimento usualmente proíbem os âncoras de alienar (ou, a qualquer modo, transferir) as ações subscritas ou adquiridas durante um determinado período.

Tendo em vista que a análise dos termos usualmente acordados no mercado brasileiro será tratada em seu devido capítulo, torna-se relevante elucidar a natureza jurídica deste tipo de negócio jurídico, haja vista a ausência de regulamentação expressa da figura do investidor âncora e dos contratos por ele firmados.

2.1.2 A atuação dos investidores âncora como um negócio jurídico previamente existente

Posto isso, por mais que o ingresso de investidores âncora esteja ligado à uma oferta pública (e seja, muitas vezes, imprescindível para o sucesso da oferta), é de suma importância ressaltar que a relação jurídica com eles constituída não se confunde com a oferta em si. Trata-se, portanto, de uma relação previamente negociada e constituída, destinada a permitir o atingimento de certos fins considerados desejáveis.

Assim, a existência de deveres e obrigações que vinculam as partes dos arranjos contratuais precede a oferta em si, sendo importante observa-los pela ótica do direito civil, ou seja, tais negócios jurídicos devem ser compreendidos em três planos distintos: de existência, validade e eficácia (AZEVEDO, Antônio Junqueira, 2002, p.63/64), sendo o mais relevante para o caso em tela o último. Isso pois, as obrigações dos investidores-âncora estão sujeitas à uma série de condições, as quais podem ser até mesmo observadas nos documentos da oferta e, conseqüentemente, a produção dos efeitos do contrato está condicionada a determinados acontecimentos futuros, sendo a realização da oferta pública inicial um deles.

Vale notar, ainda, que a natureza jurídica do acordo de investimento, nos termos acima, foi confirmada nos autos do único precedente sobre as estruturas de ancoragem em ofertas públicas de ações (RENTERIA, Pablo, 2021), no qual o Colegiado da CVM reconheceu a autonomia entre tal contrato e a subscrição de ações no contexto de ofertas (Processo SEI 19957.006485/2021-15). Nos termos do precedente:

O Acordo de Investimento e o Contrato de Opção (em conjunto, “Ancoragem”), segundo o Colegiado, consubstanciam negócios jurídicos privados, celebrados entre os investidores âncoras e os Acionistas Originais, não figurando a Emissora como parte em tais negócios. Trata-se de um conjunto de direitos e obrigações que, embora contratadas em razão da Oferta, que é exclusivamente primária, não altera a relação entre a Ofertante e os destinatários da Oferta. (grifo nosso)

Com isso, a atuação dos investidores âncora como um negócio jurídico previamente existente fica evidente.

3 VANTAGENS DE UTILIZAÇÃO

3.1 O papel dos investidores-âncora e as vantagens por eles garantidas

Passando a analisar a própria atuação do *underwriter*, esta traz consigo diversos objetivos, como a mitigação do risco de indevida precificação e o risco de colocação, seja contribuindo com a sua expertise e com sua capacidade de venda, seja eventualmente garantindo a colocação ou ao menos a liquidação da oferta. “Contudo”, diz-nos John Armour et. al., “o maior benefício que um *underwriter* pode oferecer é emprestar seu capital reputacional ao ofertante.”

Quanto às vantagens auferidas pelo investidor que se compromete previamente com um determinado aporte de capital no âmbito de uma oferta, pode-se citar a garantia da colocação - ou seja, o aporte do investidor âncora não está sujeito à eventual rateio no contexto da oferta, bem como uma oportunidade de adquirir participação relevante em companhias em processo de abertura de capital.

Fora isso, é comum que se estabeleça mecanismos (i) de governança ou de representatividade em órgãos de administração; (ii) de reforço de participação ou de eventual saída ordenada do investimento; e (iii) outorga de opções de compra, todos estes termos funcionando como contrapartidas da promessa de investimento.

Conforme supracitado, os arranjos contratuais são privadamente discutidos e seus termos e condições almejam o alcance de benefícios para ambas as partes, no entanto, independentemente dos casos concretos, os benefícios trazidos pela atuação dos investidores âncora são comuns, posto que os riscos inerentes às ofertas públicas de distribuição são estáveis.

3.2 Riscos mitigados

Quanto aos riscos mitigados pela atuação de um investidor-âncora em ofertas públicas, Nelson Eizirik et. al. mencionam três riscos particularmente importantes, os quais se tornam mais evidentes em mercado emergentes e períodos voláteis: (i) o chamado “risco de espera”; (ii) o risco da fixação inadequada do preço dos valores mobiliários; e, por fim, (iii) o dito “risco de colocação” (EIZIRIK, 2019, p. 254-5.), os quais serão abordados individualmente na sequência.

3.2.1 Risco de espera

Um dos riscos inerentes às ofertas públicas é o risco de espera. Este, por sua vez, está relacionado à possibilidade de as condições de mercado se alterarem substancialmente entre, de um lado, sua tomada de decisão, e, de outro, a liquidação da oferta (EIZIRIK, 2019, p. 254). Nesse sentido, trata-se de uma exposição à volatilidade do mercado e fatores externos não controlados pelo emissor, risco ao qual o investidor âncora fica exposto por mais tempo quando comparado aos demais, “*given that a binding cornerstone investment agreement [...] is entered into before the price range is announced and the roadshow and order taking begins*” (MCNAUGHTON, Ross e COLE, James, 2015), algo que deve ser levado em consideração quando da alocação de riscos do acordo de investimento.

3.2.2 Risco relacionado à fixação inadequada do preço

Quanto ao risco relacionado à fixação inadequada do preço dos valores mobiliários, este se dá posto a complexidade técnica e a subjetividade envolvida na precificação dos valores mobiliários. Tal mitigação se demonstra pois, no contexto da atuação de investidores âncora, onde o preço por ação pelo qual o investidor irá adquirir sua participação na companhia é usualmente fixado tendo como referência o preço do IPO (MCNAUGHTON, Ross e COLE, James, 2015), seja ele o mesmo da oferta ou com um desconto. Mais do que isso, muitas vezes o acordo de investimento traz um preço máximo, por exemplo, até o qual o investidor âncora se obriga a subscrever as ações e, portanto, desde já se cria expectativas de preço e *valuation* da companhia, dando um norte ao mercado no geral e ao procedimento de *bookbuilding*¹.

3.2.3 Risco de colocação

Por fim, o risco de colocação também é mitigado pela atuação de investidores-âncora, uma vez que tais operações de abertura de capital usualmente envolvem cifras muito significativas e, dessa forma, o ofertante pode não encontrar investidores dispostos a adquirir valores mobiliários em número suficiente, seja por conta das condições de mercado, seja por conta da falta de confiança nas perspectivas econômicas da companhia emissora.

¹ In a bookbuilding structure, the lead bank markets the securities without naming the exact price and before the prospectus is finalised. The banks “build a book” by obtaining non-binding expressions of interest from potential investors in which they indicate the likely level and price at which they would participate. At the end of this bookbuilding period, the price is fixed, the prospectus is finalised, the shares are allotted and dealings in the shares commence. An important feature of the bookbuilding structure is the ability to create price tension between investors, with all investors competing against each other in a single offer. (MCNAUGHTON, Ross e COLE, James, 2015)

3.3 Sinalização de segurança ao mercado e o estímulo à adesão

De maneira menos formal, o compromisso de investimento por um investidor experiente e tecnicamente qualificado estimula os demais a aderirem à oferta, sinalizando confiança na qualidade da oferta e da companhia emissora. Isso pois, por serem normalmente investidores experientes e tecnicamente qualificados, que gozam de boa reputação entre seus pares, o seu compromisso de investimento emite uma opinião positiva sobre a oferta, estimulando a adesão de outros investidores (RENTERIA, Pablo, 2021).

Tal realidade é observada de forma histórica, mesmo no estrangeiro, tendo sido utilizado em mercados asiáticos, em primeiro plano, “*to secure their share allocations in particularly “hot” deals. They were also used for marketing purposes to seek to give a positive perception to offerings, particularly among retail investors*” (MCNAUGHTON, Ross e COLE, James, 2015), ambas as vantagens ainda hoje observadas no mercado de capitais brasileiro.

Neste tópico, vale mencionar a diferença de tratamento em países como os Estados Unidos para com esta vantagem, tal como foi observado nos documentos da oferta *dual track* de Nubank, na qual o processo de abertura de capital da companhia se deu na Bolsa de Nova York e simultaneamente na B3. Pelo fato de que o regulador americano permite indicações de interesse em adquirir ações, sem qualquer acordo vinculativo, nos documentos da oferta, também foi incluída tal indicação nos documentos brasileiros. Nesse sentido, por conta do *disclosure* de interesse no F-1 (documento americano da oferta), foi necessária esta indicação também nos documentos da oferta brasileira, algo não previsto em nossa legislação.

A necessidade de *disclosure* se deu em observância ao tratamento equitativo e simetria de informações, princípios de suma importância quando da elaboração de documentos ao mercado investidor no âmbito de ofertas públicas. Assim, o prospecto da oferta foi alterado, conforme Comunicado ao Mercado disponibilizado pela companhia em 30 de novembro de 2021, nos termos do qual:

(iii) inclusão da previsão de Investidores Âncoras no âmbito da Oferta Internacional:

A Sequoia Capital Global Equities, uma afiliada da Sequoia Capital, uma ou mais entidades afiliadas ao Tiger Global Management, LLC, SBLA Holdings (Cayman) L.P. e SLA Holdco LLC (também conhecida como Softbank Latin American Funds), uma ou mais entidades afiliadas ao Dragoneer Investment Group, LLC, uma ou mais entidades afiliadas ao TCV, certos fundos e contas assessoradas pela Baillie Gifford Overseas Ltd. ou uma de suas afiliadas, certas entidades e contas administradas por ou afiliadas à Sands Capital Management, LLC, certos fundos e contas assessorados

por Invesco Ltd., um ou mais fundos ou contas geridas pela Coubnterpoint Global (Morgan Stanely Investment Management Inc.) e certos fundos ou contas assessorados ou geridos pela JPMorgan Asset Management Inc. e suas afiliadas (coletivamente, os "Investidores Âncoras") **indicaram um interesse em adquirir um valor agregado de, no mínimo, US\$1,3 bilhão, equivalentes a, no mínimo, R\$7,3 bilhões com base na Taxa de Câmbio, das Ações Ordinárias Classe A no âmbito da Oferta Internacional ao Preço por Ação Ordinária Classe A. Estas manifestações de interesse foram feitas isoladamente e não em conjunto. Como essas indicações de interesse não são acordos vinculativos ou compromissos de aquisição, os Investidores Âncoras podem decidir comprar mais, menos ou nenhuma Ação Ordinária Classe A no âmbito da Oferta Internacional, ou os Coordenadores da Oferta Internacional podem decidir vender mais, menos ou nenhuma Ação Ordinária Classe A no âmbito da Oferta Internacional para os Investidores Âncoras.** Os Coordenadores da Oferta Internacional, como um grupo, receberão a mesma remuneração sobre quaisquer Ações Ordinárias Classe A adquiridas pelos Investidores Âncoras que outras Ações Ordinárias Classe A vendidas ao público em geral no âmbito da Oferta Internacional. (grifo nosso)

Nessa toada, pelo princípio da transparência e do tratamento equitativo, que serão destrinchados na sequência, no IPO da Nubank houve uma exceção, contendo a indicação de intenção de investimento estrangeiro, sem acordo vinculativo, nos documentos da oferta. Assim, conclui-se que na jurisdição americana, dentre outras, a existência de potenciais âncoras pode ser utilizada até mesmo como ferramenta de *marketing* da oferta.

4 PRINCÍPIOS E DEMAIS NORMAS APLICÁVEIS

Como já abordado, há a ausência de regulamentação específica da CVM quanto à atuação dos investidores âncora e dos contratos por eles firmados. No entanto, princípios gerais precisam ser observados. Em benefício da clareza, abaixo indicada está a íntegra dos dispositivos da Instrução CVM 400, hoje revogada², que tratam especificamente das duas principais garantias aplicáveis a estes mecanismos, ou seja, o tratamento equitativo e o preço único:

Art. 1º Esta Instrução regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e tem por fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do **tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados**, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.

Art. 21. As ofertas públicas de distribuição deverão ser realizadas em condições que assegurem **tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas**, permitida a concessão de prioridade aos antigos acionistas, sem prejuízo do disposto nos arts. 23 e 33, § 3º

Art. 23. O **preço da oferta é único** (...)

Art. 33, §3º O líder da distribuição, com expressa anuência da ofertante, organizará plano de distribuição, que poderá levar em conta suas relações com clientes e outras considerações de natureza comercial ou estratégica, do líder e do ofertante, de sorte que as Instituições Intermediárias deverão assegurar: I - que o **tratamento aos investidores seja justo e equitativo**; (...)

Assim, é por força do princípio da transparência que a existência de acordos de investimento, contratos privados, e dos próprios investidores âncora precisam ser indicados nos documentos da oferta. Na sequência, os demais dispositivos serão analisados.

4.1 Assimetria de informações no mercado e o tratamento equitativo aos ofertados

A importância do devido *disclosure* de informações, no âmbito de ofertas públicas, precisa ser considerada com cautela especial quando há investidores âncora. Isso pois, *there should be no disparity in the material information provided to cornerstone investors and the information available in the prospectus to other investors* (MCNAUGHTON, Ross e COLE, James, 2015). No mais, é usual que os investidores âncora participem de perto do processo do IPO, o que inclui uma *due diligence* das companhias nas quais eles pretendem investir, procedimento que pode fornecer informações mais detalhadas - por exemplo, cópias de documentos que são apenas resumidos nos documentos divulgados ao mercado.

² Vale mencionar que os princípios trazidos pela Instrução CVM 400 continuam vigentes por força da Resolução 160, sendo o tratamento equitativo expresso no artigo 7º da Resolução e o preço único positivado em seu artigo 61 e, por isso, devem ainda ser observados no cenário brasileiro atual.

Nesse ponto, Ross McNaughton e James Cole, no artigo “Cornerstone investments in IPOs - The new normal for european markets?” publicado na PLC Magazine, destacam que [...] “*if requests include additional information not intended to be included in the prospectus, the issuer should consider whether this is material information which should be disclosed to all investors*”.

Por outro lado, no entanto, as ofertas com âncoras tendem a passar por um escrutínio maior dos investidores profissionais – que avaliam a companhia em detalhes antes do IPO. Assim, a análise de investidores qualificados traz também certa segurança ao mercado, ao passo que o aval de investidores com reputação conhecida seria um indicativo a mais da qualidade da ofertante (FILGUEIRA, Maria Luíza, 2018).

William L. Megginson e Kathleen A. Weiss também chegam à mesma conclusão, mas focam na assimetria informacional típica do mercado de capitais:

In the absence of effective signalling mechanisms in IPOs, outside investors are likely to be convinced that accurate information disclosure has occurred only if a third party, with reputational capital at stake, has asserted such and will be adversely and materially affected if that assertion proves false. (“Venture capitalist certification in initial public offerings”, in. The Journal of Finance, vol. 46, n. 3, 1991, p. 881).

Nessa linha, pode-se dizer que a atuação de um investidor âncora no processo de abertura de companhias têm valor benéfico, isso pois, pelo fato de serem comumente investidores experientes e tecnicamente qualificados, o compromisso de investimento dos investidores âncora emite uma opinião positiva sobre a Companhia, que estimula outros investidores a aderirem à oferta. No mais, a participação destes sinaliza ao mercado a existência de demanda suficiente para a completa consumação da oferta, bem como a sua confiança na qualidade da oferta e da Companhia

4.2 Preço único

Quanto à noção de unicidade de preço, no panorama internacional é importante notar a possibilidade de se ter preços diversos na mesma oferta, o que não ocorre no Brasil, haja vista a regulamentação vigente. No entanto, de maneira geral, há diversos fatores comerciais que devem ser considerados para a fixação do preço pelo qual os investidores-âncora irão subscrever ações (MCNAUGHTON, Ross e COLE, James, 2015) da companhia em processo de abertura de capital.

Vale também ressaltar que “*ultimately, however, the amount, if any, of an IPO discount will depend on the expected level of demand for the shares and how important it is to the cornerstone investor to receive a guaranteed allocation in the offering*”. (MCNAUGHTON, Ross e COLE, James, 2015). Além disso, tem sido a prática de mercado para ancoragens em ofertas públicas de ações no Brasil, os investidores-âncora não participarem do procedimento de *bookbuilding* e, por conseguinte, não participarem da fixação do preço por ação. Portanto, resta evidente que os acordos de investimento - operações privadas envolvendo ações (ou valores mobiliários nelas referenciados) - não são capazes de infringir a rigidez do mercado ou resultar em manipulação da formação do preço de valores mobiliários, especialmente quando contratadas quando estes não são ainda negociados ou listados, conforme o caso, em bolsa ou mercados organizados.

Dessa forma, não há que se cogitar que a utilização da ancoragem influencie indevidamente o mercado ou a formação do preço dos ativos. Nesse sentido, vale mencionar que no caso emblemático do IPO da Comerc, que contou com a outorga de opções aos âncoras, do qual derivou a única jurisprudência da CVM sobre o tema, houve discussões sobre a validade do acordo de investimento, sendo que, no âmbito do processo, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) argumentou não ser possível, à luz do que prevê o arcabouço normativo, que a equidade fosse buscada a partir do oferecimento de condições que viessem a macular a premissa do preço único, sem que o Colegiado da CVM aprovasse determinada estrutura, posição posteriormente refutada pelo próprio Colegiado (Processo SEI 19957.006485/2021-15).

4.3 Jurisprudência CVM e o caso Comerc

Finalmente, para a conclusão deste tópico, faz-se necessária uma breve análise da jurisprudência da CVM sobre o tema, a qual derivou da tentativa de IPO da Comerc Participações S.A., em 2021. Isso pois, o caso emblemático culminou na fixação do primeiro entendimento sobre as estruturas da ancoragem em ofertas públicas de ações. Ao analisar a consulta apresentada pela equipe da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), o Colegiado da autarquia chegou à conclusão de que a estrutura da ancoragem está em conformidade com as normas que regem as ofertas públicas, em particular com a norma que estabelece a uniformidade no preço da oferta, conforme estipulado no artigo 23 da Instrução CVM 400, assim como com o princípio de tratamento equitativo dos investidores, conforme previsto no artigo 21 da mesma Instrução.

Além disso, foi firmado o entendimento, também no âmbito da consulta da Comerc (Processo SEI 19957.006485/2021-15), que a ancoragem constitui negócio jurídico autônomo com relação à subscrição de ações, que não interfere na relação estabelecida entre o ofertante e os destinatários da oferta. Nas palavras do relator:

O Acordo de Investimento e o Contrato de Opção (em conjunto, “Ancoragem”), segundo o Colegiado, **consustanciam negócios jurídicos privados, celebrados entre os investidores âncoras e os Acionistas Originais**, não figurando a Emissora como parte em tais negócios. Trata-se de um **conjunto de direitos e obrigações que, embora contratadas em razão da Oferta**, que é exclusivamente primária, **não altera a relação entre a Ofertante e os destinatários da Oferta, de modo que os arts. 21 e 23 da Instrução CVM nº 400/2003 encontram-se observados neste caso concreto, estando assegurados o tratamento equitativo entre os destinatários e aceitantes da Oferta; e a unicidade do preço da Oferta.** (Processo SEI 19957.006485/2021-15)

Assim, restou consolidado o entendimento de que as vantagens ajustadas no contrato de ancoragem, no caso em tela, na forma de outorga de opções, não traduzem em condições de subscrição mais vantajosa para os investidores-âncora, nem consubstancia espécie de desconto com relação ao preço fixado no âmbito da oferta (RENTERIA, Pablo, 2021). Isso porque, conforme tratado em tópicos anteriores, trata-se de contrapartidas ajustadas em troca dos compromissos e dos riscos suportados pelos investidores-âncora, e apenas por eles e não pelos demais futuros subscritores de ações.

5 HISTÓRICO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

5.1 Panorama Geral

A doutrina diverge sobre a sua origem exata, ora fazendo referência à crise asiática da segunda metade da década de 90 (ESPENLAUB, Susanne et Al, 2016), ora remetendo às dificuldades enfrentadas em ofertas de *semi-privatized state-owned enterprises in Mainland China whose track records were at best uncertain* (LOW, Chee Keong, 2009), mas é certo que a utilização do mecanismo da ancoragem no mercado de capitais brasileiro é recente.

No cenário internacional sua utilização é relativamente nova. Nos mercados europeus, onde também padece de regulamentação, tendo sido inaugurada em meados de 2011, notavelmente pelo IPO da Glencore International plc (MCNAUGHTON, Ross e COLE, James, 2015) e desde então se tornaram uma característica cada vez mais comum dos IPOs europeus. Conforme se verá a seguir, a companhia Smiles S.A. estreou a utilização da ancoragem em seu IPO no ano de 2013.

Nesse sentido, o cenário de escassa regulamentação não é apenas observado no Brasil. As únicas jurisdições que atualmente contam com regulações especificamente voltadas ao investimento realizado por investidores âncora são a Índia e Hong Kong. Disso, portanto, deriva a necessidade da análise minuciosa das práticas de mercado, para que se conclua qual grau de *disclosure* dos acordos de investimento é considerado suficiente, visando o respeito ao tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, bem como quais são os arranjos contratuais mais utilizados pelos *players*.

5.2 Análise comparativa dos documentos da oferta

Afim de concluir a suficiência dos *disclosures* dados pelos *players* do mercado quanto ao uso dos mecanismos da ancoragem, bem como quais são as cláusulas usualmente acordadas entre as partes, parte-se da análise dos documentos da oferta de cada uma das Companhias que optou por realizar seu IPO com a participação de investidores-âncora. Importante notar que a divulgação de informações força os agentes a fornecer aos possíveis representados informações que os ajudem a decidir em quais condições desejam ingressar nas companhias através da subscrição de ações ofertadas publicamente, se for o caso (ARMOUR, et al, 2018). Vale mencionar que, a depender de qual instrução da CVM Comissão de Valores Mobiliários a oferta seguiu as necessidades de divulgação de informações ao mercado em geral irá variar. Quais sejam, a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº

400, de 29 de dezembro de 2003 (“Instrução CVM 400”) e a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (“Instrução CVM 476”). Portanto, ofertas realizadas nos termos da Instrução CVM 476, conseqüentemente, trarão menos informações sobre os acordos de investimento, pelo fato de que seus documentos da oferta não são de acesso público.

5.2.1 Análise do *disclosure* e Mecanismos acordados

5.2.1.1 *Smiles S.A.*

Tendo sido a primeira operação utilizando o mecanismo da ancoragem no mercado brasileiro, em 2013 o IPO da empresa de milhagens Smiles S.A. contou com a gestora General Atlantic como investidor-âncora, assegurando R\$ 400 milhões ao preço mínimo da faixa, que ia de R\$ 20,70 a R\$ 25,80. Após a precificação da oferta, o preço por ação da companhia foi fixado em R\$21,70 e a gestora resolveu ajustar o preço.

A oferta primária, realizada nos termos da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada (“Instrução CVM 400”), hoje revogada, atingiu o total de R\$1.006.376.798,70. Nos termos do prospecto definitivo da oferta, o Acordo de investimento foi celebrado entre a Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (“Acionista Controlador”) e a firma de investimentos e private equity General Atlantic, em 5 de abril de 2013, sendo que o início da oferta se deu em 26 de abril de 2013.

Por meio de tal contrato, a General Atlantic efetuou um investimento na Companhia, por meio de fundo de investimento em participações, constituídos nos termos da Instrução CVM 391, GA Brasil V Fundo de Investimento em Participações e sua investida G.A Smiles Participações S.A., no montante de R\$400 milhões, que correspondem a 18.433.180 ações no âmbito da oferta, pelo preço por ação. Adicionalmente, foi outorgada, pelo Acionista Controlador, uma opção de compra de ações de emissão da Companhia que permite a aquisição secundária, pela General Atlantic (ou outra pessoa por ela designada), de ações de emissão da Companhia detidas pelo Acionista Controlador, por um período de 12 (doze) meses contados da liquidação financeira da oferta, de um montante de ações de emissão da Companhia equivalente a 20% (vinte por cento) do investimento realizado, no mesmo preço por ação apurado na oferta, corrigido entre a data da liquidação financeira da oferta e a data de exercício da opção com base na variação da Taxa DI.

Nos termos do Prospecto, pode-se notar a clara preocupação da Companhia com o enquadramento do acordo de investimentos, visto que ressalta expressamente que o “*referido acordo foi realizado numa negociação privada, mas será liquidado no âmbito da Oferta. A General Atlantic não participou do Procedimento de Bookbuilding.*”

Outro tópico trazido para o Prospecto e, conseqüentemente, levado ao conhecimento dos investidores e do mercado em geral, foi o fato de que a Gol e a General Atlantic celebraram um acordo de acionistas, que garante à General Atlantic o direito de eleger um membro do Conselho de Administração da Companhia e o direito de veto sobre determinadas matérias.

Foi estabelecido no acordo de investimento, ainda, que a General Atlantic não poderia alienar, ou de qualquer outra forma transferir, as ações de emissão da Companhia que subscreveu, por um período de no mínimo 9 (nove) meses após a liquidação da oferta, sendo certo que as ações de emissão da Companhia subscritas pela General Atlantic, no âmbito da opção de compra outorgada pelo Acionista Controlador, não estarão sujeitas a *lock-up*.

Já nos termos do item “6.5 - *Principais eventos societários ocorridos no emissor, controladas ou coligadas*” do Formulário de Referência da Smiles S.A., são trazidas as principais condições do negócio, quais sejam:

1. A obrigação de a General Atlantic de subscrever R\$400 milhões em ações da Companhia foi sujeita às seguintes condições: (i) o procedimento de Bookbuilding resulte em um preço por ação no IPO de, no máximo, R\$20,70; (ii) a oferta seja realizada exclusivamente como uma oferta primária, sem qualquer componente secundário; (iii) o valor do IPO seja de, no mínimo, R\$800.000.000,00 (incluindo o investimento da General Atlantic); (iv) seja assegurada à General Atlantic a subscrição integral de ações correspondentes ao investimento no montante de R\$400 milhões; e (v) a quantidade de ações a serem subscritas pela General Atlantic será no máximo equivalente a 19,99% do capital da Companhia após o IPO. Nesse sentido, caso o procedimento de Bookbuilding tivesse resultado em um preço por ação no IPO superior a R\$20,70, a General Atlantic teria o direito de decidir se iria investir e qual o investimento que iria realizar em ações da Companhia, ao preço por ação apurado no IPO, limitado ao montante de R\$400 milhões.

2. Outras condições estabelecidas para o investimento da General Atlantic foram:
 - (i) apresentação de evidências de que os Srs. Constantino de Oliveira Junior, Henrique Constantino ou qualquer sociedade controlada por eles ou fundo de investimento do qual participem tenha apresentado reservas ou pedido de subscrição no âmbito do IPO, de pelo menos, R\$50 milhões, independentemente da sua efetiva alocação nos termos da regulamentação aplicável; (ii) a não ocorrência de alterações relevantes na situação econômica, financeira, patrimonial e jurídica da Companhia desde 31 de dezembro de 2012; (iii) a outorga pelo Acionista Controlador de uma opção de compra de ações de emissão da Companhia que permita a aquisição secundária, pela General Atlantic, conforme supracitado; e (iv) até dois dias antes da Precificação da oferta, a celebração de um acordo de acionistas, também já trabalhado acima.

No mais, no conteúdo do Formulário de Referência da Smiles S.A. foi inserido fator de risco específico sobre o acordo, que trouxe a seguinte redação:

O acordo de investimento celebrado entre o Acionista Controlador e a General Atlantic está sujeito a determinadas condições que, caso não atendidas, dão à General Atlantic o direito de não realizar o investimento.

A Gol celebrou com a General Atlantic, em 5 de abril de 2013, um acordo de investimento que contempla a obrigação de General Atlantic efetuar um investimento na Companhia, por meio de fundos de investimento em participações, no montante de R\$400 milhões, sujeito, dentre outras, às seguintes condições: (i) o procedimento de definição do preço por ação no IPO da Companhia (“Procedimento de Bookbuilding” e “Preço por Ação”) resulte em um Preço por Ação de, no máximo, R\$20,70; (ii) o IPO seja realizado exclusivamente como uma oferta primária, sem componente secundário; (iii) o valor do IPO seja de, no mínimo, R\$800 milhões; (iv) seja assegurada à General Atlantic a alocação integral de ações correspondentes a sua obrigação de investimento do montante de até R\$400 milhões e (v) a quantidade de ações a serem subscritas pela General Atlantic será no máximo equivalente a 19,99% do capital da Companhia após o IPO. Caso qualquer uma dessas condições não seja atendida, a General Atlantic poderá não realizar o investimento pretendido, o que poderá impactar adversamente a liquidez das ações e a capitalização da Companhia. Para mais informações sobre o acordo de investimento, vide itens 6.5 e 6.7 do Formulário de Referência.

Vale notar, portanto, que foi feito o *disclosure* do acordo de investimentos nos seguintes trechos do prospecto da oferta: “*Definições*”, “*Eventos Recentes*”, “*Sumário da Oferta*”, “*Lock-Up da General Atlantic*” e “*Acordo de Investimento*”. Fora isso, quanto ao Formulário de Referência da Companhia, atualizado para a oferta, o acordo de investimento é citado no item “*3.3 Eventos subsequentes às últimas Demonstrações Financeiras*”, “*4.1*

Fatores de Risco”, “6.5 - Principais eventos societários ocorridos no emissor, controladas ou coligadas”.

5.2.1.2 *Ouro Fino Saúde Animal Participações S.A.*

Logo em seguida, tendo sido o único IPO realizado em 2014, a Ouro Fino registrou sua oferta inicial em meio a um cenário de alta volatilidade na bolsa de valores brasileira, decorrente da corrida presidencial. A fabricante de produtos veterinários do interior de São Paulo movimentou R\$363 milhões, tendo novamente a participação da General Atlantic como investidor âncora. O IPO, também realizado nos termos da Instrução CVM 400, contou com a distribuição primária de 1.923.077 ações da Companhia e secundária de, inicialmente, 11.538.462 ações ordinárias de emissão da Companhia e de titularidade dos acionistas vendedores, quais sejam BNDESPAR e demais pessoas físicas indicadas nos documentos. Nos termos do prospecto definitivo da oferta, o preço por ação foi fixado em R\$27.

Especificamente sobre o acordo de investimento, este foi celebrado em 26 de setembro de 2014, tendo a oferta iniciado em 20 de outubro, conforme anúncio de início disponibilizado pela companhia. Assim, foi firmado entre a Companhia e seus acionistas e a General Atlantic, um acordo de investimento por meio do qual, sujeito a determinadas condições, a General Atlantic se comprometeu a efetuar um investimento na Companhia, mediante a subscrição e/ou aquisição de ações ordinárias, direta ou indiretamente, por meio de fundo de investimento em participações constituído nos termos da Instrução CVM 391, ou por uma subsidiária, no montante de R\$200 milhões.

Foi estabelecido no acordo de investimento, ainda, que a General Atlantic não poderia alienar ou de qualquer outra forma dispor das ações ordinárias de emissão da Companhia por ela subscritas e/ou adquiridas no contexto do investimento por um período de nove meses após a liquidação da oferta (exceto por transferências para afiliadas ou para partes relacionadas). Após a Companhia ter informado à General Atlantic o resultado do procedimento de bookbuilding, a General Atlantic decidiu subscrever/adquirir, por meio do G.A. BRASIL VII Fundo de Investimento em Participações e sua investida General Atlantic Ouro Fino Participações S.A., 7.407.407 ações ordinárias de emissão da Companhia no âmbito da oferta, que corresponde a um investimento de R\$199.999.989,00 na Companhia.

Assim, de primeiro plano, resta clara a grande participação do investidor-âncora na oferta, demonstrando a *dependência* entre o sucesso desta e o acordo. De forma similar ao que

foi analisado em Smiles S.A., a redação do prospecto procura clarificar a natureza do acordo, indicando que o referido acordo *foi firmado como resultado de uma negociação privada entre as partes, mas o compromisso de investimento da General Atlantic será liquidado no âmbito da Oferta. A General Atlantic não participará do Procedimento de Bookbuilding, no âmbito da Oferta.*

No mais, as seguintes condições do acordo também foram disponibilizadas ao público investidor no conteúdo do prospecto, sendo ressaltado, ainda, que a obrigação do investidor-âncora de subscrever e/ou adquirir R\$200 milhões em ações ordinárias de emissão da Companhia, com base em uma avaliação *pre money*³ da Companhia de R\$1.300.000.000,00:

1. a oferta ocorra e seja devidamente liquidada simultaneamente à liquidação da aquisição e/ou subscrição das Ações pelo General Atlantic;
2. a celebração pelos acionistas controladores da Companhia e pela General Atlantic de um acordo de acionistas da Companhia, nos termos do qual (a) a General Atlantic teria o direito de indicar um membro do Conselho de Administração da Companhia, bem como seu respectivo suplente, se aplicável; e (b) seriam sempre sujeitas à aprovação prévia da General Atlantic, a deliberação de (i) qualquer alteração nos contratos de rateio e de licenciamento de marcas; (ii) qualquer operação entre a Companhia e partes relacionadas que exceda o valor de R\$5 milhões anuais, individualmente ou no agregado; ou (iii) qualquer alteração das disposições estatutárias da Companhia estabelecendo que tais transações entre parte relacionadas deverão ser aprovadas pela maioria dos conselheiros independentes do Conselho de Administração e, se aplicável, pela assembleia geral de acionistas, sem que o voto do Jardel Massari e Norival Bonamichi sejam computados;
3. o preço máximo a ser pago pela General Atlantic, no âmbito do acordo de investimento, foi de R\$26,00 por ação de emissão da Companhia;
4. na hipótese da precificação da oferta indicar uma avaliação implícita *pre money* acima de R\$1.300.000.000,00, o que corresponde a um preço por ação

³ A pre-money valuation refers to the value of a company before it goes public or receives other investments such as external funding or financing. Put simply, a company's pre-money valuation is how much money it is worth before anything is invested into it. (KENTON, Will. 2022).

de emissão da Companhia superior a R\$26,00, a General Atlantic estaria desobrigada a realizar a subscrição e/ou aquisição referida acima, mas gozaria do direito de subscrever e/ou adquirir ações da Companhia no valor de até R\$200.000.000,00.

5. os atuais Diretor Presidente da Companhia e Diretor de Relações com Investidores da Companhia, bem como demais partes do contrato não tenham resilido ou de qualquer forma rescindido o Contrato de Compra e Venda de Ações e liquidem referida compra e venda, com pagamento do preço e transferência das respectivas ações em até 90 dias contados a partir da oferta; e
6. a não ocorrência de alterações relevantes e/ou adversas na situação financeira, negocial, econômica, patrimonial e jurídica da Companhia desde 30 de junho de 2014.

Ainda no âmbito do prospecto, foi inserido no item fator de risco relacionado à oferta e às ações, redação específica sobre o acordo, que trouxe o seguinte texto:

O Acordo de Investimento celebrado entre nós, nossos acionistas controladores e a General Atlantic está sujeito a determinadas condições que, caso não atendidas, dão à General Atlantic o direito de não realizar o investimento.

Nós e nossos acionistas controladores celebraram com a General Atlantic, em 26 de setembro de 2014, um Acordo de Investimento por meio do qual, sujeito a determinadas condições abaixo descritas, a General Atlantic firmou um compromisso de efetuar um investimento na Companhia, mediante a subscrição e/ou aquisição de ações ordinárias, direta ou indiretamente, por meio de fundos de investimento em participações constituído nos termos da Instrução CVM 391, de 16 de julho de 2003, ou por uma subsidiária, no montante de R\$200 milhões. A obrigação da General Atlantic de subscrever e/ou adquirir R\$200 milhões em ações ordinárias de emissão da Companhia, com base em uma avaliação pre money da Companhia de R\$1.300.000.000,00, está sujeita às seguintes condições: (i) a Oferta ocorra e seja devidamente liquidada simultaneamente à liquidação da aquisição e/ou subscrição das Ações pelo General Atlantic; (ii) a celebração pelos acionistas controladores da Companhia e pela General Atlantic de um acordo de acionistas da Companhia, eficaz a partir da Data de Liquidação, nos termos do qual (a) a General Atlantic terá o direito de indicar um membro do Conselho de Administração da Companhia, bem como seu respectivo suplente, se aplicável; e (b) estarão sempre sujeitas à aprovação prévia da General Atlantic, a deliberação de (i) qualquer alteração nos contratos de rateio e de licenciamento de marcas, os quais se encontram descritos nos itens 16.1 e 3.3 do Formulário de Referência, respectivamente; (ii) qualquer operação entre a Companhia e partes relacionadas que exceda o valor de R\$5 milhões anuais, individualmente ou no agregado; ou (iii) qualquer alteração das disposições estatutárias da Companhia estabelecendo que tais transações entre parte relacionadas deverão ser aprovadas pela maioria dos conselheiros independentes do Conselho de Administração e, se aplicável, pela assembleia geral de acionistas, sem que o voto do Jardel Massari e Norival Bonamichi sejam computados; (iii) o preço máximo a ser pago pela General Atlantic, no âmbito do Acordo de Investimento, seja de R\$26,00 por ação ordinária de emissão da Companhia; (iv) na hipótese da precificação da Oferta indicar uma avaliação implícita pre money acima de

R\$1.300.000.000,00, o que corresponde a um preço por ação de emissão da Companhia superior a R\$26,00, a General Atlantic ficará desobrigada a realizar a subscrição e/ou aquisição referida acima, mas terá o direito de subscrever e/ou adquirir ações da Companhia no valor de até R\$200.000.000,00; (v) o atual Diretor Presidente da Companhia, Sr. Dolivar Coraucci Neto, o atual Diretor de Relações com Investidores da Companhia, Sr. Fabio Lopes Júnior; bem como o Sr. Carlos Henrique Henrique e/ou os Srs. Jardel Massari e Norival Bonamichi (a) não tenham resilido ou de qualquer forma rescindido o Contrato de Compra e Venda de Ações celebrado, em 26 de setembro de 2014, por meio do qual o Sr. Dolivar Coraucci Neto, o Sr. Fabio Lopes Júnior e o Sr. Carlos Henrique Henrique se comprometeram a alienar a totalidade de suas respectivas participações na Ouro Fino Participações e Empreendimentos S.A.; e (b) liquidem referida compra e venda, com pagamento do preço e transferência das respectivas ações em até 90 dias contados a partir da Oferta; e (vi) a não ocorrência de alterações relevantes e/ou adversas na situação financeira, negocial, econômica, patrimonial e jurídica da Companhia desde 30 de junho de 2014.

Caso qualquer uma dessas condições não seja atendida, a General Atlantic poderá não realizar o investimento pretendido, o que poderá impactar adversamente a liquidez das ações e a capitalização da Companhia. Para mais informações sobre o Acordo de Investimento e sobre o acordo de acionistas, vide item “Acordo de Investimento”, na página 60 deste Prospecto e itens “6.5 Principais eventos societários ocorridos no emissor, controladas ou coligadas” e “15.5 Acordo de Acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte” do Formulário de Referência da Companhia.

Dessa forma, nota-se que foi feito o *disclosure* do acordo de investimentos nos seguintes trechos do prospecto da oferta: “Definições”, “Eventos Recentes”, “Sumário da Oferta”, “Lock-Up da General Atlantic” e “Acordo de Investimento”. Fora isso, quanto ao Formulário de Referência da Companhia, atualizado para a oferta, o acordo de investimento é citado no item “3.3 Eventos subsequentes às últimas Demonstrações Financeiras”, “4.1 Fatores de Risco - O Acordo de Investimento celebrado entre nós, nossos acionistas controladores e a General Atlantic está sujeito a determinadas condições que, caso não atendidas, dão à General Atlantic o direito de não realizar o investimento. ”, “6.5 - Principais eventos societários ocorridos no emissor, controladas ou coligadas”.

5.2.1.3 Banco Inter S.A.

Tempos depois, no ano de 2018, o Banco Inter S.A. realizou o protocolo de registro de seu IPO na CVM em 22 de fevereiro, tendo celebrado em 4 de abril de 2018, um acordo de investimento entre o Banco, os Acionistas Vendedores, Squadra Investimentos – Gestão de Recursos Ltda. (“Squadra Investimentos”), Squadra Investments – Gestão de Recursos Ltda. (“Squadra Investments” e, em conjunto com Squadra Investimentos, “Squadra”) e Atmos Capital Gestão de Recursos Ltda. (“Atmos” e, em conjunto com Squadra, “Investidores Âncoras”), conforme descrito no anúncio de início da oferta, que trouxe também diversas informações sobre o acordo, em consonância com os demais documentos da oferta.

A oferta, realizada nos termos da Instrução CVM 400, perfaz o montante total de R\$672.454.502,00, com o preço por ação fixado em R\$18,50, sendo que constituiu na distribuição primária de 29.268.294 novas ações preferenciais de emissão do Banco e na distribuição secundária de, sem considerar as ações suplementares, 6.208.426 ações preferenciais de emissão do Banco e de titularidade dos acionistas vendedores. Vale notar, que nos termos do prospecto definitivo, uma das condições previstas no acordo de investimento foi a subscrição de novas ações preferenciais, de emissão do Banco, no montante total de até R\$200.000.000,00, tendo sido fixando, com o preço por ação final, na aquisição e subscrição de 10.810.808 ações, ou R\$199.999.948,00.

Assim, a participação das partes do acordo de investimento na oferta foi relevante. Quanto aos termos e condições, além da aquisição e subscrição de ações do Banco, novamente ressaltado o fato de que referido acordo foi realizado em uma negociação privada, sendo que o investimento dos investidores âncoras, que não participaram do procedimento de bookbuilding, nos termos de tal acordo seria liquidado no âmbito da oferta, foi estabelecido período de lock-up de 180 dias.

Conforme disclosure do prospecto, nos termos do acordo de investimento foi também celebrado, em 25 de abril de 2018, contrato de outorga das opções de compra de ações preferenciais do Banco em favor dos investidores âncoras, as quais foram formalizadas até a data de liquidação da oferta. Referido contrato previa a outorga de opções de compra de ações de emissão do Banco, a serem divididas igualmente entre os investidores âncoras de 4.762.216 ações preferenciais de emissão do Banco detidas pelos referidos outorgantes, no mesmo preço por ação apurado na oferta.

O acordo de investimento estava sujeito, dentre outras, às seguintes condições: (i) o Preço por Ação no âmbito da oferta fosse de no máximo R\$21,00; (ii) o valor da oferta fosse de, no mínimo, R\$500.000.000,00; (iii) a aquisição e subscrição das ações preferenciais de emissão do Banco previstas no acordo de investimento sejam liquidadas no âmbito da oferta e até o dia 15 de maio de 2018; e (iv) a celebração do contrato por meio do qual determinados acionistas do Banco outorguem, em favor dos Investidores Âncoras, opções de compra de até 4.762.216 ações preferenciais de emissão do Banco e de titularidade dos referidos acionistas, as quais, com exceção do item (iii), encontraram-se atendidas no momento da disponibilização do anúncio de início, ou seja, 5 de junho de 2018.

Nos fatores de risco relacionados à oferta e às ações, no conteúdo do prospecto, foram inseridos os seguintes riscos relacionados ao acordo: A venda, ou a percepção de potencial venda, de quantidades significativas das ações de emissão do Banco após a conclusão da

oferta e após o período de Lock-up, poderá afetar negativamente o preço de mercado das ações de emissão do Banco no mercado secundário e a percepção dos investidores sobre o Banco; O acordo de investimento celebrado entre os Acionistas Vendedores, o Banco, os Investidores Âncoras e o Sr. Rubens Menin Teixeira de Souza está sujeito à determinada condição que, caso não atendida, dá aos Investidores Âncoras o direito de não realizar o investimento.

Passando para a análise do formulário de referência, pode-se notar que no item 4.1 foi inserido o seguinte risco sobre o acordo: O acordo de investimento celebrado entre o Banco, acionistas minoritários, o acionista controlador, e os investidores âncoras, está sujeito a determinadas condições que, caso não atendidas, dão aos investidores âncoras o direito de não realizar o investimento.

Nota-se, portanto, que foi feito o *disclosure* do acordo de investimentos nos seguintes trechos do prospecto da oferta: “*Definições*”, “*Eventos Recentes*”, “*Sumário da Oferta*”, “*Lock-Up da General Atlantic*” e “*Acordo de Investimento*”. Fora isso, quanto ao Formulário de Referência da Companhia, atualizado para a oferta, o acordo de investimento é citado no item “*3.3 Eventos subsequentes às últimas Demonstrações Financeiras*”, “*4.1 Fatores de Risco*”, “*10.7 - Comentários sobre itens não evidenciados nas demonstrações financeiras*”, e “*15.7 - Principais operações societárias*”, além de ter sido citado no anúncio de início da oferta.

5.2.1.4 Boa Safra Sementes S.A.

No ano de 2021, por sua vez, a A Boa Safra Sementes (“Boa Safra”) movimentou R\$459,9 milhões em uma oferta pública inicial de ações na B3. A empresa definiu o preço dos papéis a R\$ 9,90 tendo sido a oferta ancorada pela HIX Capital. O registro da oferta, em conformidade com a Instrução CVM 400 foi requerido em 21 de outubro de 2020, sendo que o acordo de investimento e outras avenças foi celebrado em 6 de abril de 2021 entre a Companhia, os acionistas controladores e o investidor âncora. Ainda, consta citar que o início da oferta se deu em 28 de abril.

A oferta consistiu na distribuição primária de 40.404.040 novas ações ordinárias, perfazendo o montante de R\$399.999.996,00, nos termos do anúncio de início. Quanto à participação do âncora, o prospecto preliminar previa um investimento mínimo de R\$60.000.000,00, independentemente de o preço por ação verificado ser inferior, superior ou equivalente ao piso da faixa indicativa (entre R\$9,90 e R\$12,60). Apresentava, também, algumas variantes conforme fosse fixado o preço:

Caso seja verificado um Preço por Ação (i) até (e incluindo) o piso da Faixa Indicativa, o Investidor Âncora terá ainda a prerrogativa de realizar um investimento no montante de até R\$ 20.000.000,00, ou (ii) superior ao piso da Faixa Indicativa, o Investidor Âncora estará desobrigado de efetuar o investimento na Companhia, porém terá a prerrogativa de realizar um investimento no montante de até R\$ 80.000.000,00. Ademais, o Acordo de Investimento estabelece que se o Investidor Âncora efetuar um investimento, poderá exercer as opções de compra de Ações outorgadas nos termos do Contrato de Opção.

Ao fim, após a precificação, nos termos do acordo de investimento, a HIX Capital comprometeu-se a, em caráter irrevogável e irretratável e sujeito às condições previstas no instrumento, efetuar um investimento na companhia, cuja liquidação se dará no âmbito da oferta, por meio da subscrição e integralização de novas Ações, no montante equivalente a R\$80.000.000,00.

Foi estabelecido no instrumento, ainda, que, por um período de 180 dias contados da data de disponibilização do anúncio de início, o investidor âncora não deveria transferir ou onerar mais de 25% das ações que subscreveu no âmbito do acordo de investimento, nos termos do prospecto definitivo. Nos termos do contrato de opção, este previa a outorga, na data de celebração do acordo de investimento, por cada acionista controlador em favor do investidor âncora (representando fundo de investimento por ele gerido discricionariamente), de 4.040.404 opções de compra tendo como ativo subjacente, cada uma delas, uma ação.

Quanto aos arranjos contratuais, o acordo de investimento estava sujeito, dentre outras, às seguintes condições: (i) um preço por ação que represente até (e incluindo) o piso da faixa indicativa; e (ii) os acionistas controladores e o investidor âncora deverão celebrar, simultaneamente à celebração do acordo, um acordo de acionistas da Companhia, que se tornou eficaz na data de disponibilização do anúncio de início divulgado no âmbito da oferta. Como de praxe, o investidor âncora não participou do procedimento de *bookbuilding* e, de forma similar ao que foi analisado em outras ofertas, a redação do prospecto procura clarificar a natureza do acordo, indicando que o referido acordo *foi realizado em uma negociação privada, sendo que o investimento do Investidor Âncora nos termos do acordo de investimento será liquidado no âmbito da oferta.*

Em conexão com o investimento a ser realizado pelo investidor âncora nos termos do acordo de investimento, também foi celebrado, em 6 de abril de 2021, um acordo de acionistas entre os acionistas controladores, o investidor âncora e, como interveniente-anuente, a companhia.

Quanto ao fator de risco relacionado à oferta e às ações, este trouxe a seguinte redação, nos termos do prospecto definitivo - e similarmente no item 4.1 do Formulário de referência, quanto aos riscos de liquidez das ações e capitalização da companhia:

O Acordo de Investimento celebrado entre os Acionistas Controladores, a Companhia e o Investidor está sujeito a determinadas condições que, caso não atendidas, dão ao Investidor Âncora o direito de não realizar o investimento ou realizá-lo em valor inferior ao pretendido.

Por meio do Acordo de Investimento, o Investidor Âncora comprometeu-se a, em caráter irrevogável e irretroatável e sujeito às condições previstas em referido Acordo, a efetuar um investimento na Companhia, cuja liquidação se dará no âmbito da Oferta, por meio da subscrição e integralização de novas Ações, no montante equivalente a R\$ 80.000.000,00 caso seja verificado um Preço por Ação que represente até (e incluindo) o piso da Faixa Indicativa. Caso seja verificado um Preço por Ação (i) até (e incluindo) o piso da Faixa Indicativa, o Investidor Âncora terá ainda a prerrogativa de realizar um investimento no montante de até R\$ 20.000.000,00, ou (ii) superior ao piso da Faixa Indicativa, o Investidor Âncora estará desobrigado de efetuar o investimento na Companhia, porém terá a prerrogativa de realizar um investimento no montante de até R\$ 100.000.000,00. Caso qualquer uma das condições previstas no Acordo de Investimento não seja atendida, o Investidor Âncora poderá não realizar o investimento pretendido ou realizar em valor inferior ao inicialmente pretendido, o que poderá impactar adversamente a liquidez das ações e a capitalização da Companhia. Para mais informações sobre o Acordo de Investimento, vide itens 15.7 do Formulário de Referência e a seção “Acordo de Investimento” nas páginas 456 e 72 deste Prospecto.

Assim, foi feito o *disclosure* do acordo de investimentos nos seguintes trechos do prospecto da oferta: “*Definições*”, “*Eventos relevantes ocorridos na Companhia após o protocolo do pedido da Oferta*”, “*Sumário da Oferta*”, “*Lock-Up do Investidor Âncora*”, “*Acordo de Investimento*”, e “*Fatores de Risco relacionado à oferta e às ações*”. Fora isso, quanto ao Formulário de Referência da Companhia, atualizado para a oferta, o acordo de investimento é citado no item “*4.1 Fatores de Risco*” e *15.7 - Principais operações societárias*, além de ter sido citado no anúncio de início da oferta e demais documentos conexos.

5.2.1.5 Dotz S.A.

No mês seguinte, em maio de 2021, a Dotz S.A. (“Dotz”) anunciou a realização de uma oferta pública restrita de distribuição primária nos termos da Instrução CVM 476, contando com acordo de investimento e contratos de opção. A oferta restrita compreendeu a distribuição primária de 29.600.000 novas ações de emissão da Companhia e, nos termos do fato relevante da precificação disponibilizado pela Companhia, foi aprovado o preço por ação de R\$13,20 perfazendo o montante total de R\$390.720.000,00.

No âmbito do acordo de investimento, celebrado entre a Companhia e o acionista controlador Ascet I – Fundo de Investimento em Participações, bem como com o LA DZ

Holdco LLC, um veículo de investimento do SoftBank Latin America Fund L.P. (“LA DZ”), a Velt Partners Investimentos Ltda. (“VELT”), o Fourth Sail Long Short LLC (“Fourth Sail”) e o San Siro Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia, um veículo de investimento da Faralon Latin America (“FIP San Siro” e, em conjunto com o LA DZ, a VELT e o Fourth Sail, “Investidores Âncora”), considerando o atendimento das condições às quais os acordos de investimento estavam sujeitos - condições estas não disponibilizadas ao público em geral, os Investidores Âncora subscreveram 22.196.970 ações ordinárias, no montante total de R\$293.000.004,00.

Adicionalmente, em conjunto com os Acordos de Investimento, foram celebrados contratos de outorga, pelo Acionista Controlador, de opções de compra de ações de emissão da Companhia (teve como regra geral a liquidação financeira), que permitiam a aquisição, pelo LA DZ, pela VELT e pelo Fourth Sail e/ou respectivos veículos de investimento, conforme o caso, de quantidade de ações equivalente a 90% do total de ações ordinárias de emissão da Companhia adquiridas por cada qual (ou, no caso da VELT e do Fourth Sail, pelos veículos de investimento por elas indicados), na oferta restrita em razão dos respectivos Acordos de Investimento. O FIP San Siro não fez jus às opções, nos termos do seu acordo de investimento, conforme aditado e em vigor. Considerando a subscrição acima mencionada, LA DZ, VELT e Fourth Sail e/ou respectivos veículos de investimento, conforme o caso, poderiam, de acordo com as opções, adquirir, em conjunto, até 19.977.273 ações ordinárias de emissão da Companhia.

Ainda nos termos do referido Fato Relevante, as opções eram exercíveis a partir do primeiro dia útil do 37º mês da liquidação da oferta e até o último dia do 60º mês contado da referida liquidação. O preço de exercício de cada opção deveriam corresponder a 235% do preço por ação acima mencionado, ajustado por eventuais valores que venham a ser declarados e pagos pela Companhia a título de dividendos, redução de capital, juros sobre o capital próprio, bonificação ou de outra forma distribuídos aos acionistas. Ainda, o documento cita que os acordos de investimento previam a realização de um follow-on pela Companhia, visto que, nos termos do Fato Relevante:

Na hipótese em que, no período compreendido entre o primeiro dia útil do sétimo mês e o último dia útil do 18º mês contados da data de liquidação da Oferta Restrita, não seja realizada oferta pública subsequente de distribuição de ações da Companhia (follow-on), no âmbito da qual (i) seja assegurada aos Investidores Âncora a oportunidade de alienar as suas ações conjuntamente, e (ii) o preço por ação estabelecido em tal oferta pública seja superior ao Preço por Ação (“Período de Referência”), a cotação de fechamento média das ações da Companhia ponderada pelo volume (VWAP), conforme verificada nos pregões da B3 compreendidos no

Período de Referência (“Cotação de Referência”), represente um valor inferior ao Preço por Ação, corrigido pela variação acumulada da Taxa DI entre a data de liquidação da Oferta Restrita, preço de exercício das Opções será ajustado, e passará a corresponder, ao maior valor entre 235% da Cotação de Referência ou R\$16,00.

Os Acordos de Investimento traziam menção, ainda, ao fato de que pelo menor período entre 180 dias contados da liquidação da oferta ou período de vedação à alienação das ações a que estiverem sujeitos o Acionista Controlador, a Antfin Singapore Holding Pte. Ltd e qualquer dos Investidores Âncora, os Investidores Âncora deverão manter sob sua titularidade e/ou sob a titularidade de seus respectivos veículos de investimento 95% do total das ações que subscreverem no âmbito dos acordos. Vale mencionar, por fim, que os documentos disponibilizados em relação à oferta restrita não mencionam quaisquer vantagens de governança.

Assim, foi feito o *disclosure* ao público em geral do acordo de investimentos apenas nos fatos relevantes de precificação da oferta e de lançamento.

5.2.1.6 GetNinjas S.A.

No mesmo mês, em 13 de maio de 2021, foi disponibilizado o prospecto definitivo da oferta pública de distribuição primária e secundária de ações de emissão da GetNinjas, oferta realizada nos termos da Instrução CVM 400 e que perfaz o montante de R\$ 482.039.780,00, sendo R\$321.285.160,00 da oferta primária (ou 16.064.258 novas ações) e R\$ 160.754.620,00 ou 8.037.731 ações de titularidade da SAINT-GOBAIN PARTICIPAÇÕES LTDA. (“Saint-Gobain”), a TIGER GLOBAL PIP 9-1 LLC (“Tiger”), a MONASHEES CAPITAL 2, LLC (“Monashees 2”), a MONASHEES CAPITAL III, LLC (“Monashees III”), a MONASHEES CAPITAL IV, L.P. (“Monashees IV”), a MONASHEES CAPITAL V, L.P. (“Monashees V”), a MONASHEES CAPITALVI, L.P. (“Monashees VI”), a MONASHEES CAPITAL VII, L.P. (“Monashees VII”), a MONASHEES CAPITAL PARTNERS COINVESTMENT FUND, VII, L.P. (“Monashees Partners VII”, e em conjunto com Monashees 2, Monashees III, Monashees IV, Monashees V, Monashees VI e Monashees VII, “Monashees”), a KV GN Holdings, LLC (“KV GN” e, em conjunto com Saint-Gobain, Tiger e Monashees, “Acionistas Vendedores Pessoas Jurídicas”), EVAN FEINBERG e EDUARDO ORLANDO L’HOTELLIER (e, em conjunto os “Acionistas Vendedores”) da oferta secundária.

Quanto ao acordo de investimento, sua celebração se deu entre a Companhia, os Acionistas Vendedores da Ancoragem (Kaszek, Monashees, Evan e Tiger) e os Investidores Âncora. Este foi celebrado em 20 de abril de 2021, nos termos do Prospecto Definitivo, e

segundo o qual os Investidores Âncoras comprometeram-se a, em caráter irrevogável e irretratável e sujeito às condições previstas no acordo de investimento, efetuar um investimento na Companhia, cuja liquidação se dará no âmbito da oferta, mediante (a) a subscrição e integralização de novas ações ordinárias a serem emitidas pela Companhia, e/ou (b) a aquisição de ações ordinárias da Companhia detidas pelos Acionistas Vendedores da Ancoragem, em qualquer caso o investimento considerando a base da oferta, sendo a alocação na parcela primária e na parcela secundária determinada no momento da liquidação, em paralelo à alocação dos investimentos dos demais participantes da oferta, em qualquer caso utilizando o mesmo Preço por Ação estabelecido no âmbito da oferta, no montante equivalente a R\$175.000.000,00 caso fosse verificado um Preço por Ação de, no máximo, R\$24,90. Ademais, o acordo de investimento estabelece que se os Investidores Âncoras efetuarem um investimento mínimo, em conjunto, de R\$175.000.000,00, observadas as proporções descritas no acordo de investimento (“Investimento Mínimo”), no qual os Fundos sob gestão da Miles Capital deverão subscrever o montante mínimo de R\$70.000.000,00, os Fundos sob gestão da Verde Asset deverão subscrever o montante mínimo de R\$70.000.000,00 e os Fundos sob gestão da Indie Capital deverão subscrever o montante mínimo de R\$35.000.000,00, poderão exercer as opções de compra de Ações outorgadas nos termos do Contrato de Opção (conforme detalhado abaixo). Foi estabelecido no acordo de investimento, ainda, o período de 180 de *lock-up*.

Em razão do acordo de investimento, os Investidores Âncoras subscreveram/adquiriram 8.750.000 ações. Vale mencionar que, da mesma forma que em outras, o prospecto contou com o *disclaimer* de que o acordo de investimento foi celebrado em negociação privada, sendo que o investimento dos Investidores Âncoras nos termos do acordo de investimento seria liquidado no âmbito da oferta e os Investidores Âncoras não participaram do procedimento de bookbuilding. Ainda, a oferta contou também com contrato de opção, o qual, diferentemente das demais ofertas, citava o *valor justo* de cada opção, fixado em R\$2,92 (diferente do preço por ação fixado no âmbito da oferta de R\$20,00). No mais, o preço de aquisição foi de R\$0,0001 pela totalidade das opções de compra outorgadas a cada investidor âncora (sendo que tal preço foi fixado levando em consideração, em especial, o fato de que as opções de compra foram outorgadas em contrapartida ao compromisso dos investidores âncoras de realizar o investimento no âmbito do acordo de investimento,

Com isso, tem-se que foi feito o *disclosure* do acordo de investimentos nos seguintes trechos do prospecto da oferta: “*Definições*” e “*Informações sobre a Oferta - Acordo de Investimento*”. Fora isso, quanto ao Formulário de Referência da Companhia, atualizado para

a oferta, o acordo de investimento é citado no item 15.8 - Outras informações Relevantes, além dos demais comunicados e fatos relevantes disponibilizados.

5.2.1.7 *Smartfit Escola de Ginástica e Dança S.A.*

Pouco tempo depois, em 18 de maio de 2021, a Smartfit Escola de Ginástica e Dança S.A. (“Smartfit”) protocolou na CVM o pedido de registro da oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias de sua emissão, a qual se deu nos termos da Instrução CVM 400. A oferta compreendeu a distribuição primária de 100.000.000 de ações de emissão da Companhia ao preço de R\$23,00 por ação, perfazendo o montante total de R\$2.300.000.000,00. A Companhia e os Srs. Edgard Gomes Corona, Diogo F. A. Corona, Camila Corona de Godoy Bueno, Ana Carolina F. A. Corona, o Fitgomes Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia e a BPE Fit Holding S.A. (em conjunto, os “Acionistas Controladores”) firmaram compromissos de investimento com (i) a Dynamo V.C. Administradora de Recursos Ltda., gestora de fundo que é acionista minoritário da Companhia, a Dynamo Administração de Recursos Ltda. e a Dynamo Internacional Gestão de Recursos Ltda.; (ii) Canada Pension Plan Investment Board, acionista minoritário da Companhia; e (iii) Novastar Investment Pte Ltd., acionista minoritário da Companhia (e, em conjunto, “Investidores Âncora”). O *disclosure*, neste caso, também ressaltou que os compromissos de investimento firmados pelos Investidores Âncora foram celebrados em uma negociação privada, sendo que o investimento dos Investidores Âncoras nos termos de seus respectivos compromissos foi realizado no âmbito da oferta.

Nesse sentido, pela primeira vez no mercado de capitais brasileiro, foram firmados diversos acordos de investimento, com partes diferentes, no âmbito de um IPO. Assim, cada um dos compromissos contou com *disclosure* específico de seus termos e condições nos documentos da oferta. Nos termos do prospecto definitivo, foram celebrados os seguintes compromissos:

- i) Compromisso de Investimento Dynamo: Em 5 de maio de 2021, a Companhia, os Acionistas Controladores e a Dynamo celebraram um instrumento de compromisso de investimento, por meio do qual a Dynamo se comprometeu, por meio de um ou mais fundos ou veículos de investimento por ela geridos ou administrados, em caráter irrevogável e irretroatável e sujeito às condições previstas no referido compromisso, a subscrever Ações no âmbito da Oferta no valor de R\$350.000.000,00;

- ii) Compromisso de Investimento CPP Investments: Em 7 de maio de 2021, foi celebrado um instrumento de compromisso de investimento entre a Companhia, os Acionistas Controladores, e o CPP Investments, por meio do qual o CPP Investments se comprometeu, em caráter irrevogável e irretratável e sujeito às condições previstas no referido compromisso, no âmbito da Oferta Prioritária, a subscrever Ações em montante suficiente para manter sua participação na Companhia, mas sujeito ao valor máximo de R\$216.994.432,42. O compromisso ainda previa um *lock-up* de 180 dias após a liquidação da oferta;
- iii) Compromisso de Investimento GIC: Em 7 de maio de 2021, a Companhia, os Acionistas Controladores e o GIC celebraram um instrumento de compromisso de investimento, por meio do qual o GIC se comprometeu, em caráter irrevogável e irretratável e sujeito às condições previstas no referido compromisso, no âmbito da Oferta Prioritária, a subscrever Ações, na proporção de sua participação detida na Companhia, até o limite de R\$185.000.000,00. O compromisso ainda previa um *lock-up* de 180 dias após a liquidação da oferta.

Quanto às condições de cada compromisso divulgadas aos investidores, o Compromisso de Investimento Dynamo estava sujeito às seguintes condições: (a) a Oferta deverá ser exclusivamente primária e de, no mínimo, R\$1.750.000.000,00; (b) as ações a serem emitidas pela Companhia e subscritas pelos Investidores Âncora deverão corresponder a, no mínimo, R\$600.000.000,00 e, no máximo, a 45% do total dos recursos advindos da oferta; (c) a oferta deverá ser lançada até 21 de julho e precificada até 28 de julho de 2021; e (d) imediatamente após a liquidação da oferta, a Companhia deverá ter, no mínimo, 25% de ações em circulação em cumprimento ao Regulamento do Novo Mercado. Fora isso, o compromisso estava sujeito ao preço por ação fixado em até R\$20,00 e, como foi fixado preço superior, a Dynamo não estaria obrigada a subscrever ações de emissão da Companhia e teria o direito, mas não a obrigação de subscrever ações de emissão da Companhia emitidas no âmbito da oferta.

O Compromisso de Investimento CPP Investments, por sua vez, também contava com as mesmas condições descritas acima, com a adição de um compromisso dos Acionistas Controladores de ceder seus direitos de prioridade à subscrição de ações na oferta prioritária para o CPP Investments, na medida necessária para permitir o cumprimento integral de seu Compromisso de Investimento. No mais, o compromisso de investimento previa o direito da

CPP Investments de indicar um membro do conselho de administração da Companhia, para ser eleito pelos Acionistas Controladores na assembleia geral ordinária a ser realizada em 2022, caso até a data da referida assembleia detenha ações ordinárias de emissão da Companhia representativas de ao menos 9% das ações ordinárias de emissão da Companhia.

Finalmente, o Compromisso de Investimento GIC também contava com as mesmas condições do Compromisso de Investimento Dynamo, prevendo, ainda, a cessão dos direitos de prioridade dos acionistas controladores de subscrição na oferta prioritária, bem como o direito da GIC de indicar um membro do conselho de administração da Companhia para ser eleito pelos Acionistas Controladores na assembleia geral ordinária a ser realizada em 2022, caso subscreva as ações nos termos de seu Compromisso de Investimento e mantenha sua participação acionária na Companhia após a Oferta até a data da referida assembleia.

Assim, foi feito o *disclosure* dos compromissos de investimentos nos seguintes trechos do prospecto da oferta: “*Definições*”, “*Informações sobre a oferta - Compromissos de Investimento*”, “*Lock-Up CPP Investments*”, “*Lock Up GIC*”. Fora isso, os compromissos de investimentos são citados no anúncio de início da oferta e demais documentos conexos.

5.2.1.8 *CM Hospitalar S.A. (Viveo)*

Outra oferta realizada conforme a Instrução CVM 476 que contou com a ancoragem foi o IPO da CM Hospitalar S.A. (“Viveo” ou “Companhia”), foi lançada em 04 de agosto de 2021 após tentativas de uma oferta pública nos termos da Instrução CVM 400. Nos termos do Fato Relevante do Pricing, divulgado pela Viveo em 5 de agosto, com a fixação do preço por ação em R\$19,92, a oferta compreendeu a distribuição pública (i) primária de 35.140.562 novas ações, e (ii) secundária de, inicialmente, 59.085.356 ações de titularidade do Genoma VI Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia (“Genoma VI”), do Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Genoma I (“Genoma I”), de Carlos Alberto Mafra Terra (“Carlos”) e de Consolação Goulart Terra (“Consolação”) e, quando em conjunto com Genoma VI, Genoma I e Carlos, denominados “Acionistas Vendedores”), na proporção indicada no “Memorando da Oferta Restrita” - não disponibilizado ao público em geral, resultando em um montante total de R\$1.876.980.286,56.

Quanto à ancoragem, também nos termos do fato relevante, a Companhia e os Acionistas Vendedores firmaram compromissos de investimento com (i) o GIC Pte Ltd. (“GIC”) e (ii) Siguler Guff & Company, LP (“Siguler Guff”), e, em conjunto com GIC, “Investidores Âncora”). Também nesse caso a Companhia optou por ressaltar que os *compromissos de investimento firmados pelos Investidores Âncora foram celebrados em uma*

negociação privada, sendo que o investimento dos Investidores Âncoras nos termos de seus respectivos compromissos será realizado no âmbito da Oferta Restrita.

Vale notar que, como de costume, os investidores âncora não participaram do procedimento de bookbuilding e, portanto, não participaram do processo de determinação do preço por ação. Considerando o atendimento das condições às quais os Compromissos de Investimento estavam sujeitos, os investidores âncora subscreveram 33.885.541 ações ordinárias, no montante total de R\$674.999.976,72.

Os principais termos e condições de cada um dos compromissos de investimento foram disponibilizados no Fato Relevante de lançamento da oferta, sendo estes submetidos às seguintes condições:

- i. Compromisso de Investimento do GIC: Em 03 de agosto de 2021, a Companhia, os Acionistas Vendedores e o GIC celebraram um instrumento de compromisso de investimento, por meio do qual o GIC se comprometeu, por si ou por meio de um veículo por ele indicado, em caráter irrevogável e irretratável e sujeito às condições previstas no referido compromisso, a subscrever/adquirir ações, no âmbito da oferta restrita, no valor de R\$500.000.000,00. Sem prejuízo das condições específicas nele previstas, o Compromisso de Investimento GIC estava sujeito às seguintes condições: (i) a oferta primária ser limitada ao montante de R\$700.000.000,00; (ii) a oferta restrita ser de, no mínimo, R\$1.500.000.000,00; e (iii) a oferta restrita ser lançada até 18 de agosto e precificada até 25 de agosto de 2021. O Compromisso de Investimento GIC estava adicionalmente sujeito à fixação do preço por ação em até R\$19,92. Se o preço por ação fosse fixado acima deste montante, o GIC não estaria obrigado a subscrever/adquirir ações de emissão da Companhia e teria o direito, mas não a obrigação, de subscrever/adquirir ações de emissão da Companhia emitidas no âmbito da oferta restrita.
- ii. Compromisso de Investimento da Siguler Guff : No mesmo dia, a Companhia, o Genoma VI, o Genoma I e a Siguler Guff celebraram um instrumento de compromisso de investimento, por meio do qual a Siguler Guff se comprometeu, em caráter irrevogável e irretratável e sujeito às condições previstas no referido compromisso, a subscrever/adquirir ações, no âmbito da oferta restrita, no valor de R\$175.000.000,00. Sem prejuízo das condições específicas nele previstas, o Compromisso de Investimento Siguler Guff estava sujeito às seguintes condições: (i) a faixa indicativa do preço por ação ser entre

R\$19,92 e R\$25,81; (ii) liquidação da oferta restrita até 30 de agosto de 2021; e (iii) não ocorrência de alterações relevantes nos negócios e situação financeira, comercial, econômica, patrimonial e jurídica da Companhia desde 30 de junho de 2021. O Compromisso de Investimento Siguler Guff estava adicionalmente sujeito ao preço por ação ser fixado em até R\$19,92. Se fosse fixado acima deste montante, a Siguler Guff, diretamente ou por meio de quaisquer de suas subsidiárias ou afiliadas, não estaria obrigada a subscrever/adquirir ações de emissão da Companhia e teria o direito, mas não a obrigação, de subscrever/adquirir ações de emissão da Companhia emitidas no âmbito da oferta restrita.

Assim, foi feito o *disclosure* ao público em geral dos compromissos de investimentos apenas nos fatos relevantes de precificação da oferta e de lançamento.

5.2.1.9 *Comerc Participações S.A.*

Não menos importante, apesar de ter desistido do pedido de registro da oferta em 09 de outubro de 2021, antes de sua precificação, a tentativa de abertura de capital da Comerc Participações S.A. (“Comerc”) culminou no primeiro (e único) precedente da CVM sobre a ancoragem. Nos termos do Aviso ao Mercado, divulgado pela Companhia em 27 de setembro do mesmo ano, foi celebrado, em 20 de setembro de 2021, um acordo de investimento e outras avenças entre a Companhia, Christopher Alexander Vlavianos, Edvaldo Marcelo Ávila, Perfin Ares I Fundo de Investimento em Participações – IE, Perfin Ares 2 Fundo de Investimento em Participações Infraestrutura, Perfin Mercury Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura, Perfin Mercury UV Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura, e Perfin Comercury Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia e Atmos Capital Gestora de Recursos Ltda., Núcleo Capital Ltda., Verde Asset Management S.A., BC Gestão de Recursos Ltda., Itaú Unibanco S.A., Truxt Investimentos Ltda., Neo Gestão de Recursos Ltda. e Vinci Equities Gestora de Recursos Ltda. (em conjunto, os “Investidores Âncoras”).

Nos termos do acordo, os Investidores Âncoras comprometeram-se a, em caráter irrevogável e irretratável e sujeito às condições previstas em tal acordo, efetuar investimento na Companhia, cuja liquidação se daria no âmbito da Oferta, mediante a subscrição e integralização de ações ordinárias a serem emitidas pela Companhia, sendo a alocação das ações determinada no momento da liquidação, em paralelo à alocação dos investimentos dos demais participantes da Oferta, em qualquer caso utilizando o preço por ação, no montante

equivalente a R\$1,223.000.000,00, caso a avaliação da Companhia no âmbito da oferta seja de, no máximo, R\$4,1 bilhões.

O Aviso ao Mercado, ainda, trazia as proporções individuais que cada um dos investidores ancora se comprometia a efetuar no âmbito da oferta. No mais, foi estabelecido no Acordo de Investimento que, por um período de 270 dias após a liquidação da oferta, a Atmos não poderia transferir ou onerar, direta ou indiretamente, as ações que subscreveu no âmbito do Acordo de Investimento. O documento menciona, ainda, a existência de um contrato de opção.

Quanto às condições precedentes ao investimento dos investidores âncora, tem-se conhecimento das seguintes: (i) a avaliação da Companhia no âmbito do IPO de, no máximo, R\$4,1 bilhões; (ii) valor da oferta de, no mínimo, R\$1,4 bilhão; (iii) a liquidação da oferta até o dia 10 de novembro de 2021; (iv) nenhuma autoridade governamental competente tenha emitido qualquer lei ou decisão que esteja em vigor e produza o efeito de tornar a operação ilegal ou por outra forma restringir ou impedir sua consumação; e (v) tenha sido celebrado o Contrato de Opção. É citado, ainda, que o Acordo de Investimento foi realizado em uma negociação privada, sendo que o investimento dos Investidores Âncoras nos termos do Acordo de Investimento será liquidado no âmbito da Oferta. Os Investidores Âncoras não participarão do procedimento de coleta de intenções de investimento a ser realizado no âmbito da Oferta.

O prospecto preliminar contava, ainda, com fator de risco relacionado à oferta específico quanto ao acordo de investimento, conforme redação abaixo:

O Acordo de Investimento celebrado entre a Companhia, os Acionistas Originais e os Investidores Âncora está sujeito a determinadas condições que, caso não atendidas, dão aos Investidores Âncora o direito de não realizar o Investimento Âncora.

A Companhia, os Acionistas Originais e os Investidores Âncora celebraram, em 20 de setembro de 2021, um acordo de investimento no qual comprometeram-se a, em caráter irrevogável e irretratável e sujeito às condições previstas em tal acordo, efetuar investimento na Companhia, cuja liquidação se dará no âmbito da Oferta, mediante a subscrição e integralização de ações ordinárias a serem emitidas pela Companhia, sendo a alocação das ações determinada no momento da liquidação, em paralelo à alocação dos investimentos dos demais participantes da Oferta, em qualquer caso utilizando o Preço por Ação, no montante equivalente a R\$1,223 bilhão. O Acordo de Investimento estabelece que os Investidores Âncoras (por meio de qualquer fundo de investimento (ou entidade de natureza semelhante) que se encontrem sob sua gestão discricionária) se comprometeram individualmente a efetuar um investimento na Companhia no âmbito da Oferta, em proporções e valores pré-determinados, conforme detalhado no item “Informações Sobre a Oferta - Acordo de Investimento” na página 73 deste Prospecto. O Investimento Âncora está sujeito, dentre outras, às seguintes condições precedentes: (i) a avaliação da Companhia no âmbito da Oferta Pública Inicial seja de, no máximo, R\$4,1 bilhões (antes do aporte dos recursos no contexto da Oferta Pública Inicial); (iii) valor da Oferta seja de, no mínimo, R\$1,515

bilhão; (iv) a Oferta seja liquidada até o dia 10 de novembro de 2021; (iv) nenhuma autoridade governamental competente tenha emitido qualquer lei ou decisão que esteja em vigor e produza o efeito de tornar a operação ilegal ou por outra forma restringir ou impedir sua consumação; e (v) tenha sido celebrado o Contrato de Opção (conforme definido abaixo). Caso qualquer das condições para o Investimento Âncora não sejam atendidas, os Investidores Âncora terão o direito de não realizar o investimento.

Além de ser citado no aviso ao mercado, o acordo de investimento contou com o disclosure de seus termos e condições também no prospecto preliminar divulgado antes da desistência da oferta. Nesse sentido, o acordo é citado nos seguintes trechos do documento: “Definições”, “Informações sobre a Oferta - Acordo de Investimento” e “Fatores de Risco relacionado à oferta e às ações”. Fora isso, quanto ao Formulário de Referência da Companhia, atualizado para a oferta, o acordo de investimento é citado no item “15.5 Acordo de Acionistas” e “15.8 Outras Informações Relevantes”, além de ter sido citado no anúncio de início da oferta e demais documentos conexos.

5.2.2 Análise comparativa

Conforme resume a tabela incluída no Anexo A - Tabela Comparativa dos Mecanismos de Ancoragem, cada um dos acordos de investimento ora analisados traz semelhanças e diferenças em seus termos e condições. A título de consolidação de *benchmark* das contrapartidas de tais acordos, utilizados em IPOs realizados no mercado de capitais brasileiro até a data de hoje, nota-se que 44,44% deles continham a previsão de direitos aos investidores âncoras relacionados à governança. Quanto à previsão de contrato de opção, 66,67% continham esta cláusula, sendo que os prazos para exercício destas variavam entre 12 a 60 meses da liquidação da oferta. Ainda, quanto ao preço do exercício, nota-se que apenas 33,33% dos acordos analisados se utilizavam do preço por ação (fixado no procedimento de *bookbuilding*, ou seja, no âmbito da oferta) corrigido pelo CDI para esta fixação.

Já quanto a previsão de *lock-up* específico para os investidores âncora, apenas um acordo não continha tal previsão, sendo que os demais variavam entre 180 dias e 9 meses de prazo de *lock-up*. Pode-se ainda, através desta análise comparativa, notar a importância dos investimentos âncora para a efetivação das ofertas, posto que o valor subscrito pelos investidores âncora muitas vezes representa montante significativo da oferta pública. Em número arredondados, no âmbito do IPO da Smiles, o valor subscrito pelo âncora totalizou 40% do total da oferta. Já na abertura de capital da Ouro Fino, este valor sobe para 54,82%, enquanto que na oferta do Banco Inter a posição adquirida pelo âncora significou 30,49% do total do IPO da companhia.

Quanto às ofertas realizadas em 2021, tem-se também grande importância no volume dos aportes dos investidores âncora. Nos termos dos *disclosures* dos documentos da oferta, Boa Safra, estreando os IPOs ancorados de 2021, foi a única companhia que contou com apenas 17,39% do montante total da oferta subscrito pelo âncora. Dotz, por sua vez, alocou 75,13% do volume total para seus 4 âncoras, enquanto que, na abertura de capital de GetNinjas 36,31% da oferta foi alocada aos âncoras. Já no IPO da Smartfit, que perfez o montante total expressivo de R\$2,3 bilhões, 32,70% deste valor foi prometido no âmbito dos 3 compromissos de investimento firmados entre a companhia e os investidores âncora. Finalmente, o IPO da Viveo em agosto de 2021 contou com 35,53% da oferta ancorada.

Assim, com base nos valores apresentados, a importância dos acordos de investimento liquidados no âmbito das ofertas públicas iniciais resta evidente, posto que, em média, a representatividade do aporte dos investidores âncora significa 40% do montante total das ofertas, demonstrando a clara mitigação do *risco de colocação* abordado acima.

6 CONCLUSÃO

A partir da análise detalhada dos acordos de investimento envolvendo investidores âncora, os quais são liquidados no âmbito das ofertas públicas iniciais, pode-se concluir que, apesar de se tratar de acordos privados, conforme evidenciado nos documentos das ofertas analisados, os termos e condições muitas vezes se repetem, demonstrando, de forma indireta, qual é o posicionamento da CVM e do mercado em geral sobre os termos aceitos.

Com a confirmação formal da legalidade de tais arranjos pela CVM em dezembro de 2021, nos autos do Ofício Interno nº 135/2021/CVM/SRE/GER-2, ao apreciar a consulta formulada pela área técnica, o Colegiado da autarquia concluiu que essa estrutura de ancoragem é aderente à regulamentação das ofertas públicas, em especial à regra da unicidade de preço de oferta, prevista no art. 23 da Instrução CVM 400, atualmente revogada, bem como ao princípio de tratamento equitativo dos investidores, previsto no art. 21 da mesma Instrução.

Assim, o Colegiado reconheceu que a ancoragem constitui negócio jurídico autônomo com relação à subscrição de ações, que não interfere na relação estabelecida entre o ofertante e os destinatários da oferta. Portanto, tem-se o entendimento de que a vantagem ajustada no contrato de ancoragem, na forma da outorga de opções - presente em 6 dos 9 IPOs ora analisados, não cria condições de subscrição mais vantajosas para os investidores-âncora, nem consubstancia espécie de desconto com relação ao preço fixado no âmbito da oferta (RENTERIA, Pablo, 2021). Isso porque, conforme explicado no presente trabalho, trata-se da contrapartida ajustada em troca dos compromissos e dos riscos suportados pelos investidores-âncora, riscos estes não suportados pelos demais investidores.

Desse modo, a partir do pronunciamento da CVM supracitado, tem-se hoje um cenário de maior segurança jurídica para as estruturas de ancoragem. Até mesmo pelo fato de o próprio Colegiado citar que sua análise não deve se ater ao mérito quanto aos termos, condições e valores previstos na ancoragem (neste caso, dos arranjos específicos do caso Comerc), posto que tal abordagem *extrapola as competências e atribuições da CVM, mas apenas de uma avaliação jurídica e regulatória quanto à adequação da oferta e da ancoragem aos dispositivos regulamentares apontados pela área técnica* (Ata da Reunião do Colegiado nº 40 de 05.10.2021).

Assim, o próprio Colegiado trouxe o recorte de sua competência quanto ao assunto da ancoragem, se atendo tão somente à avaliação jurídica e regulatória quanto à sua adequação.

No entanto, vale mencionar que a própria Autarquia, em sua decisão, apresentou uma ressalva que diminui a clareza da manifestação. Isso pois, ao final da ata da reunião, o Colegiado trouxe a seguinte menção:

Contudo, ressalta-se que se entende como adequado no contexto de remuneração do risco assumido pelos investidores âncora, que as partes contratem opções com características alinhadas aos parâmetros da transação e das condições de mercado, de maneira que estas representem uma contrapartida justa pelos compromissos assumidos pelos investidores âncora. (Ata da Reunião do Colegiado nº 40 de 05.10.2021)

Com isso, não fica claro se, com base nessa orientação do Colegiado, a autarquia pretende examinar o equilíbrio entre os ônus e as vantagens contratuais recebidas pelos investidores-âncora, algo que se mostraria estranho às competências legais da CVM, além de bastante complexo (RENERIA, Pablo, 2021). Tal ressalva, como bem pontuou Pablo Renteria, ex diretor e superintendente da CVM, mais parece um alerta geral contra o risco de fraude, pois a outorga de opções manifestamente exorbitantes das práticas de mercado, que não venham a guardar relação com a racionalidade econômica das operações de ancoragem, poderia caracterizar, nesses casos extremos, um meio indireto de infringir o princípio do tratamento equitativo dos destinatários da oferta ou a regra da unicidade de preço de oferta.

Finalmente, importante ressaltar que o novo marco regulatório das ofertas, principalmente a Resolução CVM 160, não introduziu qualquer empecilho à utilização dos mecanismos da ancoragem. Como se tem observado, os *follow-ons* realizados em 2023, de acordo com dados publicados pela B3 em 28 de setembro, já captaram R\$29,3 bilhões através de 17 operações - oito dos quais foram realizados por companhias que haviam feito seu IPO em 2020 ou 2021. Das 17 operações citadas, muitas delas se utilizaram de mecanismos de ancoragem, demonstrando que este instituto continua relevante no mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS

- ARMOUR, John et. al. Principles of financial regulation, Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 124.
- ARMOUR, et al. A anatomia do Direito Societário: Uma abordagem comparada e funcional, 2018, p. 95.
- AZEVEDO, Antônio Junqueira. Negócio jurídico: existência, validade e eficácia. 4ª edição. São Paulo: Saraiva. 2002. p. 63/64.
- BOGEA, Felipe. Processo de tomada de decisão do investidor individual brasileiro no mercado acionário nacional: um estudo exploratório enfocando o efeito disposição e os vieses da ancoragem e do excesso de confiança. Gestão & Regionalidade - Vol. 24 - Nº 71 - edição especial - XI Semead 2008 - out. 2008
- BORBA, Gustavo T. Comissão de Valores Mobiliários - Precedentes Comentados. São Paulo: Grupo GEN, 2020. E-book. ISBN 9788530992064. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530992064/>. Acesso em: 03 mai. 2023.
- B3 Notícias. Follow-ons já captaram R\$29 bilhões em 2023. 28 set. 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/follow-ons-ja-captaram-r-29-bilhoes-em-2023.htm Acesso em: 07/11/2023.
- Comissão de Valores Mobiliários, Ofício Interno nº 135/2021/CVM/SRE/GER-2, 02 out. 2021. Disponível em <https://sistemas.cvm.gov.br/> Acesso em 17/05/2023.
- DE CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus De Freitas (COORDS.). Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik -Volume I; São Paulo: Quartier Latin, 2020.
- EIZIRIK, Nelson. Mercado de capitais: regime jurídico, 4ª ed., São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 254-5.
- EIZIRIK, Nelson et Al. Mercado de Capitais – Regime Jurídico, 2015
- ESPENLAUB, Susanne et Al. Committed anchor investment and IPO survival – The roles of cornerstone and strategic investors. Journal of Corporate Finance, vol. 41, 2016, p. 140.
- ESPINASSE, Philippe. Cornerstone investors: a practice guide for Asian IPOs, Hong Kong University Press, 2018, p. 34.
- FILGUEIRA, Maria Luíza. Investidor-âncora ajuda a viabilizar emissões de ações. Valor Econômico, São Paulo. 17 abr. 2018. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2018/04/17/investidor-ancora-ajuda-a-viabilizar-emissoes-de-aco-es.ghtml> Acesso em 12/04/2023.

GALLAGHER, Lilian M. Exame de Certificação ANBIMA CPA-10 - Teoria. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2020. E-book. ISBN 9788597025965. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597025965/>. Acesso em: 03 mai. 2023.

GREENE, Edward F., SILVERMAN, Leslie N., BRAVERMAN, Daniel A. et Al. U.S. regulation of the international securities and derivatives markets: securities market, 12^a ed., Wolters Kluwer Law & Business, 2017.

INESS, James et Al. Cornerstone Investments: A Foundation for Private Equity-Sponsored IPO Exits. Latham London, 24 jun. 2019. Disponível em: <https://www.latham.london/2019/06/cornerstone-investments-and-private-equity-sponsored-ipo-exits/> Acesso em 13/09/2023;

Investidor-âncora ajuda a viabilizar emissões de ações. Fusões e Aquisições, São Paulo, 17 de abril de 2018. Disponível em: <https://fusoesaquisicoes.com/acontece-no-setor/investidor-ancora-ajuda-viabilizar/> . Acesso em: 17 ago. 2023.

KENTON, Will. Pre-Money Valuation: Overview, Types and Examples. Ivestopedia, 26 abr. 2022. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/p/premoneyvaluation.asp#:~:text=A%20pre%2Dmoney%20valuation%20refers.anything%20is%20invested%20into%20it>. Acesso em 15/09/2023.

KUMAR, Abhishek e SAHOO, Seshadev. Do anchor investors affect long run performance? Evidence from Indian IPO markets. Pacific Accounting Review, Vol. 33 No. 3, pp. 322-346. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/PAR-09-2020-0149>. Acesso em 17/05/2023.

LOW, Chee Keong. Cornerstone Investors and Initial Public Offerings on the Stock Exchange of Hong Kong. Fordham Journal of Corporate & Financial Law, vol. 13. n. 3, 2009, p. 669.

MCNAUGHTON, Ross e COLE, James. Cornerstone Investments In IPOs - The New Normal For European Markets? PLC Magazine, UK, set. 2015. Disponível em: <https://webstorage.paulhastings.com/Documents/PDFs/plc-magazine---september-2015---cornerstone-investments-in-ipos-article.pdf> Acesso em: 12 set. 2023.

MEGGINSON, William L. e WEISS, Kathleen A. The Mechanisms of market efficiency. Virginia Law Review, vol. 70, 1984, p. 613 e ss.

MEGGINSON, William L. e WEISS, Kathleen A. Venture capitalist certification in initial public offerings. Journal of Finance, vol. 46, n. 3, 1991, p. 881.

PINHEIRO, Juliano L. Mercado de Capitais. São Paulo: Grupo GEN, 2019. E-book. ISBN 9788597021752. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>. Acesso em: 31 ago. 2023.

Processo SEI 19957.006485/2021-15. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211005_R1.html Acesso em 10/08/2023.

RENERIA, Pablo. Os investidores-âncora nas ofertas iniciais de ações. Capital Aberto, São Paulo, 6 dez. 2021. Disponível em:

<https://capitalaberto.com.br/secoes/columnistas/investidores-ancora-nas-ofertas-iniciais-de-acoes/>. Acesso em: 17 ago. 2023.

SAHOO, Seshadev . Do anchor investors create value for initial public offerings? An empirical investigation. ScienceDirect, Volume 29, Issue 4, Dez. 2017, p. 259-275

SEIXAS, L. F. M. Regime jurídico do mercado de capitais. In: Regulação econômica no mercado de capitais e na indústria do petróleo e gás natural: assimetrias de informação, cooperação institucional e proteção do investidor. Mossoró: EdUFERSA, 2021, pp. 19-33. ISBN: 978-65-87108-27-8. Disponível em: <https://doi.org/10.7476/9786587108650.0003> Acesso em 17/05/2023.

Site de Relações de Investidores da Boa Safra. Disponível em: <https://ri.boasaframentes.com.br/informacoes-aos-investidores/comunicados-e-fatos-relevantes/>

Site de Relações de Investidores da Caixa. Disponível em: https://www.caixa.gov.br/Downloads/Prospecto_Definitivo_BancoInter.pdf

Site de Relações de Investidores da Comerc. Disponível em: <https://ri.comerc.com.br/>

Site de Relações de Investidores da Dotz. Disponível em: <https://ri.dotz.com.br/informacoes-ao-mercado/documentos-cvm/>

Site de Relações de Investidores da GetNinjas. Disponível em: <https://ri.getninjas.com.br/informacoes-financeiras/oferta-publica/>

Site de Relações de Investidores da Smartfit. Disponível em: <https://investor.smartfit.com.br/informacoes-financeiras/documentos-da-oferta-ipo/>

Site de Relações de Investidores da Smiles. Disponível em: <https://ri.smiles.com.br/servicos-ri/central-de-downloads/>

Site de Relações de Investidores da Viveo. Disponível em: <https://ri.viveo.com.br/central-de-downloads/fatos-relevantes-e-comunicados/>

Site de Relações de Investidores do Banco Inter. Disponível em: <https://ri.bancointer.com.br/documentos/cvm/>

Site de Relações de Investidores do BNDES. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/arquivos/bndespar/comunicados/ourofino_prospecto_definitivo.pdf

ANEXOS

ANEXO A - Tabela Comparativa dos Mecanismos de Ancoragem

Companhia	Data do Pricing	Data acordo	Volume Oferta	Valor subscrito pelo âncora	Lock-up Âncora	Opção	Prazo Exercício Opção	Preço de Exercício	Governança
Smiles	abri-2013	abril-2013	R\$ 1 Bi	R\$400 MM	9 meses	Sim	Durante 12 primeiros da liquidação da Oferta	Preço por Ação, corrigido pelo CDI	Âncora indica membro do CA e tem determinados vetos
Ouro Fino	out.-2014	set.-2014	R\$363 MM	R\$199 MM	9 meses	Não	N/A	N/A	Âncora indica membro do CA e tem determinados vetos
Inter	abril-2018	abril-2018	R\$ 656 MM	R\$ 200 MM	180 dias	Sim	12 - 24 meses da liquidação da Oferta	Preço por Ação, acrescido da taxa fixa de 14,96%	N/A
Boa Safra	abril-2021	abril-2021	R\$460 MM	R\$80 MM	180 dias	Sim	36 - 47 meses da liquidação da Oferta	80% do fechamento médio dos últimos 90 pregões ou R\$7,92. Piso faixa indicativa era R\$9,90.	Âncora indica membro do CA e do comitê de M&A e define lista tríplice de DRI e CFO
Dotz (476)	maio-2021	abril-2021	R\$390 MM	R\$293 MM	180 dias	Sim	37 - 60 meses da liquidação da Oferta	235% do Preço por Ação ou R\$ 16,00 em determinados casos	-
GetNinjas	maio-2021	abril-2021	R\$482 MM	R\$175 MM	180 dias	Sim	18 - 28 meses da liquidação da Oferta	Preço por Ação, corrigido pelo CDI e ajustado	N/A

Companhia	Data do Pricing	Data acordo	Volume Oferta	Valor subscrito pelo âncora	Lock-up Âncora	Opção	Prazo Exercício Opção	Preço de Exercício	Governança
								por proventos	
Smartfit	julho-2021	maio-2021	R\$2,3 Bi	R\$752 MM	180 dias	Não	N/A	N/A	Âncoras indicam membros do CA
Viveo (476)	agosto-2021	agosto-2021	R\$1,9 Bi	R\$675 MM	Não	Não	N/A	N/A	N/A