Amec
Associação de Investidores no Mercado de Capitais

Carta/AMEC/Presi n° 04/2019

São Paulo, 10 de junho de 2019.

À

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários
Rua Sete de Setembro, n.° 111, 23º andar, Centro
Rio de Janeiro – RJ
CEP – 20050-901
Endereço eletrônico: audpublicaSDM0219@cvm.gov.br

CC: sdm@cvm.gov.br

A

t. Ilmo. Superintendente – Antonio Carlos Berwanger

Ref: Audiência Pública SDM Nº 02/19 - Sugestões e comentários à minuta de Instrução que tem por objeto alterar a Instrução CVM n.° 361.

Senhor Superintendente,

A Associação de Investidores no Mercado de Capitais - AMEC vem, à presença dessa ilustre Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários – SDM/CVM, apresentar suas sugestões e comentários sobre a minuta de Instrução submetida à audiência pública.

Inicialmente, a AMEC manifesta a sua satisfação com a constante busca pela atualização do arcabouço regulatório por parte dessa autarquia, o que demonstra a sua contínua preocupação com o aprimoramento das regras regulamentares, sempre visando

Tel.: 55 11 3707 0727
Rua Joaquim Floriano nº 1.120 – 10º andar – Conj. 101
CEP 04534-004 – Itaim Bibi – São Paulo - SP
www.amecbrasil.org.br

retratar e regular, da forma mais fidedigna possível, a atual realidade do mercado de capitais brasileiro.

Imbuída desse espírito, a Comissão Técnica da AMEC analisou, discutiu a minuta de instrução submetida à audiência pública e, ao final, recomendou a apresentação de algumas sugestões e comentários, devidamente aprovados pela Diretoria Executiva da associação, e que serão individualmente abordados nos tópicos seguintes.

Iniciaremos com os comentários específicos dos pontos da Instrução que a CVM propõe alterar e, na sequência, abordaremos outros pontos que já foram objeto de manifestações da Amec para aprimoramento da ICVM 361, atendendo assim à demanda da CVM no Edital:

> *Apesar do escopo reduzido da proposta, a CVM gostaria de receber, além dos comentários às alterações apresentadas na Minuta, sugestões sobre outros possíveis ajustes à Instrução CVM 361 que poderão embasar uma futura revisão mais ampla da norma.*

I - DOS COMENTÁRIOS E SUGESTÕES À MINUTA

1. Remoção dos limites de 1/3 e 2/3 das OPAs por aumento de participação

A minuta de instrução propõe a exclusão das OPAs por aumento de participação das regras previstas no artigo 15 da ICVM 361 e altera o §3° do artigo 10 para "*estabelecer que, no caso das OPAs por aumento de participação, o ofertante ficará obrigado a adquirir ações de quem quiser vender nos 3 meses subsequentes ao leilão caso a soma (1) das ações adquiridas antes da OPA e que tornaram essa obrigatória com (2) as ações alienadas na OPA por aumento de participação alcancem 2/3 do float".*

Os associados da Amec externaram forte preocupação com o risco de retorno do fechamento branco de capital. Risco esse que parece ter sido objeto de preocupação dessa D. CVM, seja na redação original da ICVM 361, seja nas alterações posteriores.

Por mais que os associados concordem que o acionista controlador não está proibido de aumentar a sua participação, referida conclusão deve ser analisada de modo a mitigar prejuízos e sempre proteger os acionistas minoritários. Esse é o espírito do artigo 4°, §6° da LSA. De forma específica, a decisão de venda deve estar diretamente ligada à conveniência e oportunidade da oferta em tela, e não em eventual pressão, ou "riscos" de se restar acionista de uma empresa sem liquidez.

A ideia de trazer para a OPA por aumento de participação a solução já empregada pela Instrução para fechamento de capital – qual seja, a "put" de 3 meses para os acionistas que não aceitaram a oferta – é original, e em primeira análise poderia mitigar tal risco.

Ocorre que, na análise da nossa Comissão Técnica, a solução cria um novo problema: trata-se do caminho para o fechamento branco de capital, afastando a incidência das cláusulas protetivas do Artigo 16, inciso II da ICVM 361 – especialmente relacionadas à capacidade de acionistas detentores de 1/3 das ações em circulação de fato impedirem o sucesso da oferta. Em outras palavras, qualquer controlador interessado em comprar a totalidade das ações poderá fazê-lo, com rito similar, sem observar o poder de veto dos minoritários, tornando letra morta a proteção regulamentar aos investidores nos casos de cancelamento de registro.

Portanto, a regra atual, com a "janela" de 1/3 e 2/3, no entendimento dos associados, é a que melhor atende à necessidade de proteção da liquidez, pelo que são contrários à revisão proposta por essa D. CVM.

2. Remoção dos limites de 1/3 e 2/3 às OPAs para saída de segumentos especiais de listagem

Essa D. CVM informou em seu edital que, desde a edição da ICVM 361, teria afastado, por solicitação do ofertante, a aplicação do artigo 15 em todas as OPAs para saída de segmento especial de listagem, o que motivaria a supressão de referida regra para tal oferta.

A proposta busca, portanto, transformar a exceção (dispensa), em regra, o que, no entendimento da Amec, deve ser evitado. No caso em tela, a iniciativa torna-se ainda menos recomendável, tendo em vista as alterações no regulamento do Novo Mercado, havidas em 2017. Até então, a decisão de saída de segmento especial era dada exclusivamente na

Assembleia Geral, tornando-se o leilão unicamente um evento de liquidez para os acionistas minoritários. Com a revisão do regulamento, a saída de nível passa a depender de dois eventos: a decisão assemblear e a aceitação da oferta por pelo menos 1/3 das ações em circulação.

Sob esse regime, o leilão torna-se relevante para a decisão da saída de nível. Portanto, volta a premência da proteção dos investidores contra quaisquer pressões para tomarem suas decisões. A decisão de venda não pode ser tomada com uma "espada sobre a cabeça", sob pena de levar a aceitação espúria em determinadas situações de mercado.

Assim, com o rito instituído pelo novo regulamento do Novo Mercado, os limites de 1/3 e 2/3 adquirem reiterada importância para proteger a decisão do investidor.

Por essas razões, a Amec posiciona-se contrariamente à proposta dessa D. CVM para esse item.

3. **Eliminação da possibilidade de interferência nos leilões de OPA para aquisição de controle**

A minuta de instrução submetida à audiência pública propõe excluir do texto da norma a possibilidade de interferência compradora nas OPAs para aquisição de controle, remetendo a aquisição somente por meio do lançamento de ofertas concorrentes.

A matéria é de grande complexidade. Nossos associados debruçaram-se reiteradas vezes sobre o tema. Como é natural, a memória de casos recentes – notadamente Eletropaulo – pesa nos processos decisórios, e entendemos que seja também essa a abordagem do regulador.

Nesse sentido, o fim da interferência nas OPAs por aquisição do controle acionário, determinando-se a realização de OPAs concorrentes poderia de fato simplificar o processo, especialmente considerando-se os poderes da CVM decorrentes do Artigo 13-A da Instrução.

Ocorre que os casos verificados recentemente estão longe de compor a totalidade de possibilidades de OPAs na modalidade de aquisição do controle. Recorremos, a título de exemplo ao inciso III do Artigo 32 da Instrução:

a OPA deverá ter por objeto, pelo menos, uma quantidade de ações capazes de, somadas às do ofertante, de pessoas a ele vinculadas, e que com ele atuem em conjunto, assegurar o controle de companhia aberta.

Portanto, para um acionistas que já detenha, por exemplo, 40% das ações de uma companhia, uma OPA para 10% (mais uma ação) seria uma OPA para aquisição de controle. Para qualquer outro acionista (que não detenha tal percentual), uma OPA para 10% não será uma OPA de aquisição de controle. Nesse sentido, fica prejudicada a OPA concorrente, podendo haver disputa somente em caso de interferências – que ficam proibidas caso seja efetuada a revisão proposta pela CVM.

Frisamos contudo que esse é apenas um caso-exemplo. Entendemos que a disciplina das OPAs para aquisição de controle mereçam estudo mais aprofundado, para que tenhamos o melhor ambiente possível para esse tipo de transação... que pode ser muito útil para o mercado de capitais.

Dessa forma, uma solução intermediária para o problema poderia ser conferir à CVM, explicitamente, o poder discricionário para dispensar a possibilidade de interferência, como parte do rol de possibilidades do Artigo 13-A. Assim, o regulador poderia à luz do caso concreto, tomar a decisão que possibilite a melhor formação de preço possível.

4. Preço em OPAs unificadas

A minuta proposta prevê a inclusão de um novo parágrafo no artigo 34 da ICVM 361 para, na hipótese de relização de uma OPA visando mais de uma das finalidades previstas na instrução, que seja formulada a um preço que satisfaça simultanemanete os requisitos de todas as modalidades que pretende aglutinar.

Data vênia, os associados entendem que além do preço, o **procedimento** a ser seguido deve ser o mais completo e adequado, incluindo o somatório de todos os direitos dos acionistas minoritários previstos em cada modalidade de OPA aglutinada, para que o processo seja realmente equânime.

Diante disso, os associados da Amec sugerem pequeno ajuste no §3° do artigo 34 sugerida por essa D. CVM, de modo a deixar explícita e incontroversa tal necessidade.

SUGESTÕES DE REDAÇÃO

Redação original	Sugestão dos Associados da AMEC
Art. 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso. §1° (...) §2° A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidade de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.	Art. 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso. §1° (...) §2° A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidade de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta. §3° Na hipótese do §2°, a OPA deverá ser formulada a um preço que satisfaça simultaneamente os requisitos de todas as modalidade de OPA a que se pretende aglutinar, sem prejuízo da possibilidade de o ofertante incluir mais de uma opção de pagamento, assim como preserve os direitos dos acionistas e procedimentos previstos em cada modalidade que se pretende aglutinar.

II - DA SOLICITAÇÃO DA CVM SOBRE POSSÍVEIS AJUSTES À ICVM 361

Consta do Edital de Audiência Pública SDM n.° 02/2019 que, não obstante o escopo reduzido da proposta de alteração, essa D. CVM solicitou a apresentação de outros possíveis ajustes à ICVM 361, ainda que sejam objeto de uma revisão futura.

Nesse diapasão, os associados da Amec já se dirigiram no passado à CVM argumentando que a ICVM 361 necessita, de fato, de uma reforma mais ampla da que ora é

submetida à audiência pública. Nesse sentido, trazemos abaixo algumas das sugestões já submetidas a V.Sas., através das Cartas Presi n.° 15/2014, 17/2015 e 08/2018.

1. **Prejuízos aos acionistas minoritários em ofertas públicas de permuta e distribuições de direitos em ativos diferenciados (criativos e/ou exóticos) – Carta Presi Amec n.° 15/2014**

A AMEC redigiu e endereçou a essa D. CVM, três correspondência (Cartas Presi 02/2014, 12/2014 e 15/2014), que objetivamente tratavam de prejuízos sofridos pelos acionistas minoritários em determinadas ofertas públicas de permuta, nas quais os ativos ofertados possuíam características distintas daqueles objeto da oferta – muitas vezes com características "criativas" ou "exóticas".

Esses títulos, conforme fizemos menção em referidas oportunidades, apesar de revestidos de legalidade, impossibilitavam que todos os agentes de mercado pudessem adquiri-los ou mantê-los em carteira, por conta da regulamentação vigente, expedida pela própria CVM ou por outros órgãos regulatórios.

Os associados da Amec reconhecem que os emissores devem ser livres para propor ofertas de permutas ou emissão de direitos que possam ser benéficos para todos os acionistas. Contudo, administração e acionista controlador devem considerar que os investidores institucionais possuem determinadas limitações que não podem ser esquecidas.

Assim, os associados da Amec sugerem uma alteração que nos parece trazer equilíbrio à questão, qual seja, incluir um parágrafo no Artigo 6º ou no Artigo 33 da ICVM 361, com a seguinte redação:

> *"Sempre que o pagamento da oferta se der em títulos, valores mobiliários ou direitos de natureza distinta daqueles objeto da oferta, o ofertante deverá oferecer a alternativa do recebimento em dinheiro."*

Adicionalmente, os associados da Amec entendem que uma distribuição de direitos ou oferta de permuta por ativos diferente daqueles detidos pelos acionistas pode configurar abuso do poder de controle.

Diante disso, os associados da Amec sugerem que seja incluído dentre as modalidades de abuso do poder de controle listados na ICVM 323:

> *A oferta de permuta ou distribuição de direitos de natureza distinta dos títulos e valores mobiliários em circulação no mercado, que possam causar diluição injustificada por conta da impossibilidade de manutenção em carteira por parcela considerável dos acionistas.*

2. Demora na realização de OPAs – Carta Presi Amec n.° 17/2015

Os associados da Amec continuam entendendo que o tempo decorrido entre o anúncio de um fato que enseja a OPA e a sua efetiva realização é excessivo. Em 2015, levantamento realizado pela própria associação revelou o transcurso de prazo de 190 (cento e noventa) dias em média.

Especificamente no que diz respeito às OPAs de tag along, não se pode admitir um prazo tão elástico para a sua liquidação, destacando-se, nesse contexto, o caso Providência, onde o controle da companhia foi vendido uma segunda vez, durante o curso da OPA da primeira alienação de controle. Além das dificuldades e incertezas que isso imputa aos acionistas, o caso sugeriu ainda uma brecha na Instrução 361 pela alegada não incidência de nova oferta aos minoritários.

Há de se ter em vista que a elasticidade exacerbada do fator tempo causa sérios prejuízos ao mercado de capitais.

Assim, reiteramos tais ponderações para que sejam envidados esforços na identificação de eventuais gargalos que determinam os citados atrasos de modo a aprimorá-los com o intuito de minimizar eventuas prejuízos aos acionistas.

3. Tributação de Investidores Estrangeiros em OPAs – Carta Presi Amec n.° 08/2018

Em 2018, os associados da Amec discutiram tema de extrema relevância para o mercado de capitais brasileiro relacionado à incidência do imposto sobre ganho de capital em operações de ofertas públicas para investidores estrangeiros.

Os associados da Amec identificaram que a cobrança de referido tributo tem relação com a redação do artigo 2°, parágrafo 3° da ICVM 361, que diz:

> *§3° Para os efeitos desta Instrução, considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante.*

Entendemos que tal dispositivo não encontre respaldo na realidade das operações em tela. Fundamentalmente são operações cursadas em bolsa, na qual a oferta de compra é postada no sistema eletrônico da B3, e para cuja aceitação o investidor deve utilizar os mesmos intermediários (sociedades corretoras) que utilizam para operações normais.

Tal realidade revela a ausência de razão para que haja tratamento tributário diferenciado nas OPAs em relação às compras e vendas realizadas sem ofertas, sejam elas registradas ou não.

Por tais razões, os associados da Amec rogam à essa D.CVM para que suprima o dispositivo mencionado da ICVM 361.

Com as sugestões acima, a AMEC espera ter colaborado com esta digna Autarquia, no que tange ao trabalho contínuo em busca do desenvolvimento e aperfeiçoamento dos mercados financeiro e de capitais.

Atenciosamente,

ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS – AMEC

Mauro Rodrigues da Cunha
Presidente Executivo

Tel.: 55 11 3707 0727
Rua Joaquim Floriano nº 1.120 – 10º andar – Conj. 101
CEP 04534-004 – Itaim Bibi – São Paulo - SP
www.amecbrasil.org.br