OF. DIR. 013/2019

São Paulo, 10 de Junho de 2019.

Ao senhor

Antônio Carlos Berwanger

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

Assunto: edital de Audiência Pública SDM 02/19 – Alterações na Instrução ICVM 361, de 5 de março de 2002, que dispõe sobre as ofertas públicas de aquisições de ações de companhias abertas

Prezados,

Primeiramente, agradecemos à CVM esta iniciativa que visa ao aperfeiçoamento da regulamentação do mercado de capitais brasileiro e a oportunidade para manifestar nossa opinião a respeito das alterações normativas propostas. Conforme disposto no edital, enfatizamos a importância de uma **revisão mais profunda da norma**, a qual, acreditamos, será de grande utilidade para o mercado de capitais.

Sobre o conteúdo do edital de audiência pública em referência, entendemos que o escopo é reduzido e busca lidar com quatro questões recentemente enfrentadas pela CVM em discussões relacionadas à Instrução CVM 361. Apresentamos a seguir nossos comentários em relação a cada um dos temas objeto de alteração.

I. Aplicação dos limites de 1/3 às OPAs por aumento de participação

"Art. 10.....

§ 3º Para a finalidade de que trata o § 2º:

I – quando se tratar de ofertas públicas de permuta, mista ou alternativa (art. 6o II, III e § 1o), será lícito ao ofertante estabelecer até três datas, sendo uma necessariamente o último dia do prazo ali referido, para o início da fluência do prazo de 15 (quinze) dias de que trata o § 2º; e

II – quando se tratar de OPA por aumento de participação, o patamar de 2/3 (dois terços) será computado ***com base no total de ações em circulação utilizado na verificação da necessidade de lançamento da OPA por aumento de participação e considerando a soma*** ~~*em relação à soma*~~*:*

a) das ações adquiridas antes da OPA por aumento de participação e que tornaram tal oferta obrigatória; e

b) das ações adquiridas na OPA por aumento de participação.

....." (NR)

Comentário:

O objetivo da nossa sugestão é deixar claro qual base considerar na apuração do patamar de 2/3. Tal verificação, a partir da alteração proposta na audiência pública, passa a levar em conta a soma das ações adquiridas antes da OPA por aumento de participação, que tornaram tal oferta obrigatória, com aquelas adquiridas na OPA por aumento de participação. Por consistência, portanto, entendemos ser necessário considerar para o cálculo a base inicial de ações em circulação, isto é, aquela utilizada para a apuração da necessidade de lançamento da OPA por aumento de participação.

Entendemos que a razão para a mudança proposta pela CVM é evitar interpretação no sentido de que a opção de venda objeto do § 2º do artigo 10 apenas estaria disponível aos detentores das ações remanescentes em circulação no momento em que se atingisse, considerando a base inicial de ações em circulação, um percentual de 77,78% de ações adquiridas. Desse modo, buscou-se restituir os 2/3 como patamar a ser verificado para fins do § 2º do artigo 10. Contudo, é necessário também esclarecer a base sobre a qual a soma em questão será aplicada, de modo a se evitar o cálculo sobre uma base restritiva, inconsistente com o objetivo da alteração.

Sendo assim, entendemos que se atinge o objetivo de maior proteção ao minoritário, na medida em que a opção de vender as ações (put) volta necessariamente a observar o patamar de 2/3 das ações originalmente em circulação, limite inferior àquele que seria alternativamente considerado.

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

"Art. 12.....

§ 2º.....

II – salvo na OPA para aquisição de controle, a possibilidade de interferências compradoras, observado o disposto nos §§ 4º, 5º e 8º abaixo.

.....

§ 8º Quando admitidas, as interferências compradoras poderão abranger lote de ações inferior ao objeto da OPA, procedendo-se ao rateio, salvo na OPA para cancelamento de registro e na OPA por aumento de participação, casos em que as interferências deverão ter por objeto o lote total."(NR)

Comentário:

A ANBIMA está de acordo com a sugestão e aproveita para sugerir que haja também discussão mais ampla sobre a possibilidade de interferência nas demais modalidades de OPA.

III. Aplicação dos limites de 1/3 e 2/3 às OPAs para saída de segmentos especiais de listagem

"Art. 15. Na OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá:
§ 1º Não sendo aplicável o disposto no art. 37, §§ 1º e 2º, o limite de 1/3 (um terço) previsto no inciso I deverá ser calculado com base no número de ações existentes em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários.
§ 2º O disposto no caput não se aplica à OPA:
I – por alienação de controle;
II – por aumento de participação; e
III – decorrentes, nos termos do regulamento de entidade administradora de mercados organizados, de:
a) retirada de determinada espécie ou classe de valores mobiliários de negociação em mercados organizados; ou
b) saída de segmento especial de negociação que assegure, através de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa." (NR)

Comentário:

A ANBIMA está de acordo com a alteração objeto do § 2º, cuja inserção é sugerida pela audiência pública. Sem prejuízo, aproveitamos a oportunidade para sugerir melhorias ao

§ 1º, cuja redação define a base para fins de cálculo do patamar de 1/3 objeto do inciso I do caput.

O artigo 37, § 1º e § 2º, estabelece as regras aplicáveis para as companhias abertas existentes na data da entrada em vigor da Instrução CVM 361 no que tange ao disposto no artigo 15, I. E o parágrafo único do artigo 15, renumerado para § 1º a partir da alteração proposta pela audiência pública, estabelece as regras aplicáveis na hipótese de não ser aplicável o artigo 37, § 1º e § 2º, isto é, as regras para companhias não existentes na data de entrada em vigor da Instrução CVM 361. Desse modo, para as companhias que ainda não existiam na data de entrada em vigor da Instrução CVM 361, o limite de 1/3 previsto no inciso I deve ser calculado com base no "número de ações existentes em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários".

Como comentário mais específico, entendemos que a redação do § 1º do artigo 15 também deveria contemplar os ajustes previstos na fórmula constante do item 35 do Ofício-Circular CVM/SRE 02/19, aplicáveis para o artigo 37, § 1º e § 2º: (i) o número adicional de ações da classe ou espécie em circulação em decorrência de: aumentos de capital com subscrição de ações, bonificações em ações, alienação de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria e conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o limite de 1/3; (ii) o número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação em decorrência de: resgate, amortização ou reembolso, aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento e conversão de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o limite de 1/3; (iii) o número de ações da classe ou espécie alienadas pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de

distribuição secundárias; e (iv) o número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado por meio de OPA ou outro meio.

Além disso, entendemos que ambos (artigo 15, § 1º, e artigo 37, § 1º e § 2º) deveriam contemplar como ajustes: (i) a possibilidade de ações que eram do grupo de controle deixarem de ser, como é o caso de eventual acionista que era parte de acordo de acionistas e, em dado momento, deixa de ser; e (ii) alterações decorrentes de eventuais desdobramentos ou agrupamentos.

Após as referidas alterações, nossa sugestão seria de que a CVM avaliasse a conveniência de incluir a fórmula em questão em um anexo à Instrução CVM 361 (ANEXO I), para que passe a servir de parâmetro tanto ao artigo 15, § 1º, quanto ao artigo 37, § 1º e § 2º.

De maneira mais ampla, a ANBIMA entende que eventual discussão futura mais profunda da Instrução CVM 361 deveria avaliar a conveniência de unificação do conceito de "ações em circulação" para fins da regra, de modo a tornar sua utilização mais prática por parte dos operadores. Entendemos que há particularidades que precisam ser contempladas, como é o caso do artigo 37, § 1º e § 2º: a data-base para o cálculo é a data de entrada em vigor da Instrução CVM 345, ou seja, naquela data não se pretendia que os efeitos da regra retroagissem de modo a tornar obrigatório o lançamento de OPAs por aumento de participação em face de aquisições ocorridas antes de tal data. Contudo, entendemos que tais particularidades poderiam ser tratadas de forma específica e sempre sobre um conceito unificado de ações em circulação, e não com mais de uma definição para o mesmo conceito.

IV. Preços em OPAs unificadas

"*Art. 34.....*

§ 3º Na hipótese do § 2º, a OPA deverá ser formulada a um preço que satisfaça simultaneamente os requisitos de todas as modalidades de OPA que se pretende aglutinar, sem prejuízo da possibilidade de o ofertante incluir mais de uma opção de pagamento, observado que a exigência constante deste § 3º não será aplicável a OPAs Voluntárias." (NR)

Comentários:

Entendemos que OPAs voluntárias, por sua própria natureza, não deveriam estar sujeitas às regras de preço aplicáveis às demais. Na OPA voluntária, o ofertante deveria poder decidir livremente as condições da oferta que quer estender ao mercado, inclusive por se tratar de oferta que decorre de sua livre iniciativa, e não de qualquer exigência regulatória.

Vale lembrar que OPAs de saída de segmento especial de negociação (por exemplo, OPA de saída do novo mercado), ainda que tratadas como OPAs voluntárias para fins da regulamentação da CVM, costumam possuir suas próprias regras para permitir que o objetivo seja implementado, inclusive de preço – ou seja, os próprios regulamentos de segmentos especiais estabelecem, como é apropriado, as regras para fins de saída dos segmentos, inclusive por se tratar de vínculo contratual, e não de natureza regulatória.

Assim, não nos parece que a necessária manutenção da liberdade do ofertante para formular OPAs voluntárias com as condições que lhe pareçam apropriadas implique necessariamente qualquer tipo de pressão indevida sobre os acionistas no sentido de aceitar uma ou outra condição. Pelo contrário, mantém-se o ofertante estimulado a eventualmente lançar proposta alternativa de negócio, dando ao destinatário mais uma opção de oferta para analisar e, se entender adequado, eventualmente aceitar. Em todo caso, sempre estarão resguardas as condições de eventual OPA obrigatória, na forma da regra, também disponíveis para análise e eventual aceitação por parte dos destinatários.

Considerações finais

Além das alterações apresentadas no presente documento, reforçamos a necessidade de outros ajustes à Instrução CVM 361, que poderão embasar uma futura revisão mais ampla da norma, conforme estes temas:

- Prazo para registro de OPA: possibilidade de revisão dos prazos de análise, de modo a buscar abreviar os períodos de registro de ofertas.
- Análise da eventual exclusão da possibilidade de interferência em outros tipos de OPAs, além das OPAs para aquisição de controle: o regime de OPAs concorrentes talvez já proteja a contento a possibilidade de disputa e permita a adequada maximização do valor ofertado aos destinatários, ao mesmo tempo que não oferece condições desiguais para os competidores pelo lote.
- Possibilidade de lançamento de OPA de cancelamento de registro por acionista que ainda não seja o controlador da companhia aberta: por exemplo, uma OPA para aquisição de controle cumulada com uma OPA de cancelamento de registro.
- Possibilidade de utilização de material publicitário pré-aprovado para OPAs, a exemplo do que já existe para ofertas de distribuição.
- Compatibilização das exceções à vedação de negociar constantes do artigo 7º, § 7º, da Instrução CVM 361, com as constantes do artigo 48 da Instrução CVM 400.
- Flexibilização da restrição à distribuição de research constante do artigo 7º, § 6º, da Instrução CVM 361, tornando-o compatível com o constante do artigo 48, III, da Instrução CVM 400.
- Compatibilização do método para controle de posições do artigo 32-F com os critérios do artigo 12 da Instrução CVM 358.

Sendo, então, o que nos cumpre para o momento, aproveitamos a ocasião para renovar os nossos votos de elevada estima e distinta consideração.

Atenciosamente,

Original assinado por

Glenn Mallet
Coordenador do Subcomitê de Renda Variável

Sérgio Goldstein
Presidente do Comitê de Finanças Corporativas

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANEXO I

OFÍCIO-CIRCULAR CVM/SRE Nº 02/19

ASSUNTO: **Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelos emissores e intermediários em ofertas públicas de valores mobiliários.**

Interpretação do artigo 37, §1º da Instrução CVM nº 361/2002

Para fins do cálculo, prescrito no §1º do art. 37, das ações em circulação, conforme disposto nos artigos 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM nº 361/02, deverá ser considerada a fórmula descrita a seguir, confirmada pelo Colegiado da autarquia em decisão de 27 de dezembro de 2011, no âmbito do Processo Administrativo CVM RJ nº 2010/15144, Reg. 7310/2010:

$$L(1/3) = 1/3\ (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$$

Sendo:

L(1/3): Limite de 1/3 previsto nos artigos 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361;

AC00: número de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 05/09/00;

AAC: número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 05/09/00, em decorrência de: aumentos de capital com subscrição de ações, bonificações em ações, alienação de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria, e conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);

ARC: número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 05/09/00, em decorrência de: resgate, amortização ou reembolso, aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e conversão de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);

AOPS: número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 05/09/00 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias;

AQ: número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 05/09/00, por meio de OPA ou outro meio