Siqueira Castro Advogados
Praça Pio X 15 3º andar
20040-020 Rio de Janeiro RJ Brasil
www.siqueiracastro.com.br
T 55 21 2223-8818
F 55 21 2516-8308
OAB/RJ – RS 33

SiqueiraCastro

Rio de Janeiro, 10 de junho de 2019

À
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM")
(audpublicaSDM2019@cvm.gov.br)
Rua Sete de Setembro, 111, 27º andar, Centro
Rio de Janeiro/RJ

Ref.: **Audiência Pública SDM Nº 02/19 sobre as alterações na Instrução CVM nº 361 ("ICVM 361").**

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

Com base no Edital de Audiência Pública SDM nº 02/19 ("**Edital**"), que dispõe sobre a proposta de alterações na ICVM 361, vimos submeter a esta Comissão nossas perspectivas e recomendações sobre as propostas dos itens "2.1", "2.2" e "2.3" do Edital

Diante a necessária organização do presente documento, apresentamos, em resposta formal aos itens mencionados, a formulação da estrutura de análise de cada item de forma independente.

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à sua inteira disposição para prestar quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

LEONARDO COTTA PEREIRA

IHURY DARMONT

SÃO PAULO
RIO DE JANEIRO
ARACAJU
BELÉM
BELO HORIZONTE
BRASÍLIA
CURITIBA
FORTALEZA
JOÃO PESSOA
MACEIÓ
MANAUS
NATAL
PORTO ALEGRE
PORTO VELHO
RECIFE
SALVADOR
SÃO LUÍS
TERESINA

Audiência Pública SDM nº 02/19

1. CONTEXTO

1.1. Aplicação dos limites de 1/3 e 2/3 às OPAs por aumento de participação

A proposta desta Autarquia Federal é no sentido de excluir a observância da regra do artigo 15, da ICVM 361, das OPAs por aumento de participação e, em contrapartida, alterar a regra do parágrafo 3º, do artigo 10 da ICVM 361, para estabelecer que 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.*

Com efeito, compreende-se a legitimidade da proposta e a necessária reflexão de sensibilidade inerente à dicotomia entre a imposição do limite de aquisição de 1/3 ao controlador ou pessoa a ele vinculada e a proteção dos acionistas minoritários pelo potencial direto de afetação da liquidez das ações de mercado.

Assim, é de todo oportuno reconhecer que a OPA por aumento de participação, nos termos atualmente regulados, é uma operação que gera o poder de concentração acionária e pode afetar a liquidez do *free float* – devendo assim ter regramento específico de proteção de liquidez – mas a imposição do artigo 15 da ICVM 361 acaba por limitar de forma exagerada a possibilidade de aumento de participação do controlador e pessoas a ele vinculadas, sendo ineficiente impor tal limitação, se houver mecanismo mais adequado de proteção aos minoritários.

A ponderação se circunscreve ao conflito entre a liberdade e efetividade no mercado e a proteção dos acionistas minoritários, mas nos parece que a presente proposição é mais adequada à solução deste impasse, tendo em vista que a alteração permitiria que a OPA por aumento de participação fosse realizada sem a limitação de 1/3 e ao mesmo tempo concederia proteção aos acionistas minoritários pela imposição de compra de suas ações pelos próximos 3 (três) meses, tempo mais do que adequado à avaliação de real prejuízo à liquidez das ações remanescentes.

Nesse contexto, a alteração proposta por esta Autarquia Federal efetivamente soluciona o paradoxo apresentado pela inserção do mecanismo de obrigatoriedade de aquisição das ações remanescentes em até 3 (três) meses do leilão, uma vez que transfere o direito de escolha aos acionistas minoritários, que gozarão de tempo efetivo para a análise da liquidez e opção de manutenção de suas posições ou exercício da regra.

Por fim, cabe mencionar que a alteração segue o caminho das práticas internacionais de mercado, bem como da reestruturação e desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, como no exemplo da alteração da regra de free float mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) para 15% (quinze por cento) realizado pela B3 em 2017, que reconheceu a possibilidade de manutenção da liquidez e dispersão de valores mobiliários, mesmo com tal diminuição de limite do float.

Isto posto, manifesta-se positivamente à alteração proposta para que se retire as OPA por aumento de participação da regra do artigo 15, da ICVM 361 e altere a regra do parágrafo 3º, do artigo 10 da ICVM 361, para estabelecer a obrigatoriedade de aquisição por 3 (três) meses após o leilão do ofertante.

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

A segunda proposta desta Autarquia Federal é no sentido de também retirar as OPAs para saída de segmentos especiais de listagem da regra do artigo 15 da ICVM 361, tendo em vista o entendimento de que o artigo 35 da ICVM 361 já permite à CVM realizar a dispensa da OPA para saída de segmento especial de listagem – sendo que a CVM deferiu todos os pedidos de dispensa realizados desde a edição da ICVM 361 – bem como que a regra acaba por conceder uma alternativa de desvirtuamento aos regulamentos dos segmentos especiais pelo ofertante.

Com efeito, a presente proposta se demonstra mais do que adequada, tendo em vista, primeiramente, que a mesma reflete a totalidade das decisões desta Autarquia Federal nos pedidos de dispensa realizados e assim, resta claro que a alteração consagra a segurança jurídica e atende às expectativas de desburocratização normativa do cenário político-econômico atual.

Não obstante, o que se infere mais relevante à presente proposição é a proteção aos regramentos específicos dos segmentos especiais de listagem, que, de fato, sofre com o mecanismo de subterfúgio criado pela utilização do artigo 15 da ICVM 361, em que determinados ofertantes se valem da normativa para adquirir ações em quantidade inferiores ao exigido e vinculado pelos regulamentos dos referidos segmentos.

Isto posto, manifesta-se positivamente à alteração proposta de retirar as OPAs para saída de segmentos especiais de listagem da regra do artigo 15 da ICVM 361.

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

A terceira proposta busca excluir a possibilidade de interferência compradora nas OPAs para aquisição de controle, alterando o atual cenário que permite concorrência nas OPAs de aquisição de controle por lançamento e interferência.

A possibilidade de interferência sem a possibilidade de elevação de preços pelos concorrentes não interferentes, nos parece uma conduta que não privilegia a eficiência do mercado, causando claramente uma falha de mercado na operação. Assim, a interferência acaba por servir como um mecanismo de privilégio aos concorrentes retardatários, que, de forma proposital, optam por deixar o procedimento ser iniciado com a divulgação dos valores bases, ocultando sua intenção de participação até o último momento e recebendo o valor base dos lançamentos de boa-fé.

Com efeito, a conduta acima mencionada em nada contribui para o aperfeiçoamento da operação, bem como para a manutenção e desenvolvimento da simetria informacional, que é crucial para a manutenção de um ambiente econômico transparente e eficiente, sendo claro que a interferência, nestes moldes, nada mais faz do que estabelecer uma regra que ataca a previsibilidade e transparência das informações no processo.

Ademais, a preocupação da sistemática da interferência gera outro efeito importante que é o da imprevisibilidade do mercado para a conclusão do leilão. Neste sentido, não há dúvidas que a ICVM 361 acerta ao estabelecer prazo e evitar uma concorrência muito longa e que não concederia

segurança de conclusão tempestiva, com a postergação múltipla de ofertas na interferência. Contudo, tal mecanismo de fato corrobora a problemática do raciocínio acima expendido ao privilegiar o concorrente que se vale de tal assimetria.

Neste sentido, entende-se que o voto proferido pelo Diretor Gustavo Machado Gonzalez, no âmbito do Processo CVM SEI 19957.003818/2018-41, reproduz a real preocupação deste tipo de operação que cada vez é mais comum no mercado. Contudo, entende-se contrariamente à posição exposta pelo Ilustre Diretor da CVM, tendo em vista que a possibilidade de interferência não deveria ser limitada e sim a regra de vedação de aumento de preço pelos concorrentes não interferentes deveria ser alterada.

Assim, entende-se que a proibição da interferência nos moldes propostos não atende à demanda do mercado por eficiência e sim estabelece uma opção para resolver um problema de assimetria ineficaz aos melhores interesses da Companhia e dos acionistas, tendo em vista que estes estariam perdendo a concorrência de mais de um interessado, a qual - caso haja a exclusão da vedação de aumento de preço – somente geraria maior competitividade natural de mercado das propostas.

Isto Posto, manifesta-se negativamente à alteração proposta para excluir a possibilidade de interferência compradora nas OPAs para aquisição de controle, com a sugestão de alteração do parágrafo sétimo, do artigo 12 da ICVM 361, para que seja permitida a elevação dos preços pelos concorrentes em caso de interferência compradora, preservando-se, assim, a simetria informacional e a eficiência de mercado.

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à sua inteira disposição para prestar quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

LEONARDO COTTA PEREIRA

IHURY DARMONT