

Rio de Janeiro, 27 de setembro de 2019

À

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários**

([audpublicaSDM0619@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0619@cvm.gov.br))

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro  
Rio de Janeiro/RJ – CEP 20040-901

Ref.: **Audiência Pública SDM Nº 06/19 acerca do procedimento de aquisição, por companhias emissoras, de debêntures de própria emissão, nos termos do art. 55, §§ 2º e 3º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.**

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

Com base no Edital de Audiência Pública SDM nº 06/19 ("**Edital**"), que dispõe sobre o procedimento de aquisição, por companhias emissoras, de debêntures de própria emissão, nos termos do art. 55, §§ 2º e 3º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, vimos submeter a esta Comissão nossas perspectivas e recomendações sobre as propostas do Edital

Para fins de 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**

<b>Audiência Pública SDM nº 06/19</b>
---------------------------------------

## **1. CONTEXTO**

A proposta principal desta Autarquia Federal é no sentido de regular o procedimento de aquisição, por companhias emissoras, de debêntures de própria emissão, nos termos do art. 55, §§ 2º e 3º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Com efeito, o aludido dispositivo legal reserva competência à Comissão de Valores Mobiliários ("**CVM**") para regular o procedimento de resgate parcial, por companhias emissoras, de debêntures de própria emissão, se estas estiverem cotadas por preço inferior ao valor nominal e o procedimento de aquisição se estas estiverem cotadas por preço por valor superior ao nominal.

Não obstante, a CVM esclarece e desta opinião nos afilamos, que a alternativa de realização de sorteio no resgate, exclui a necessidade de que esta Autarquia institua regramento específico às operações de aquisição de debêntures em substituição de resgate, distinto do já utilizado nas operações de aquisições em mercado em geral, na medida em que a emissora, por consectário lógico, sempre adotará o regime mais flexível, tornando a regulação inócua para este caso.

Ademais, em termos de abrangência, cumpre ressaltar que esta audiência pública abarca os casos em que estes valores mobiliários tenham sido objeto de oferta pública de distribuição registrada ou dispensada de registro pela CVM e das emitidas por emissores de valores mobiliários que estejam admitidas para negociação nos mercados regulamentados de valores mobiliários, sendo excluídas, portanto, para os efeitos deste regramento, as debêntures de emissão privada por emissoras com registro de valores mobiliários que não estejam admitidas para negociação nos mercados regulamentados de valores mobiliários ou sem registro de emissor de valores mobiliários.

Sendo assim, pela presente audiência pública, a CVM busca a manifestação do mercado, principalmente, para a análise: (i) da adoção do conceito de valor nominal ajustado para fins de regime de aquisição; (ii) da adequação do procedimento de aquisição estabelecido na minuta proposta; e (iii) das regras especiais acerca das debêntures mantidas em tesouraria e os respectivos direitos políticos e econômicos.

### **1.1. Valor Nominal Ajustado**

Um dos pontos de destaque abordados por esta Autarquia Federal é no sentido da adoção do conceito de valor nominal ajustado para fins de procedimento de aquisição, por companhias emissoras, de debêntures de própria emissão. O valor nominal ajustado é o valor principal da debênture, ajustado pela correção monetária, amortizações e remunerações previstas à escritura de emissão.

Em termos econômicos, não há dúvidas acerca da adequação da adoção do valor nominal ajustado, na medida em que caso fosse considerado o valor nominal comum, o valor da debênture no momento da aquisição seria superior ao seu valor nominal. Contudo, a cautela reside na criação de um conceito por intermédio de ato normativo secundário, inovando em termos legais o que até então a Lei nº 6.404/76 considera simplesmente como "valor nominal".

Com efeito, a doutrina administrativista tradicional entende que um ato normativo secundário não tem o condão de inovar a ordem jurídica em termos de criação de direitos e deveres. Não obstante, conforme ressaltado pelo Professor Nelson Eizirik, a Teoria da Regulação entende que tal tradicionalismo já estaria ultrapassado, sendo considerado o poder normativo da CVM um dever de regulamentação específica do mercado, com a possibilidade de inovação.

Neste sentido, por mais que a Lei nº 6.404/76 se restrinja a adotar o conceito simples de valor nominal, somos da opinião de que, para os efeitos desta audiência pública, a adoção do conceito de valor nominal ajustado é o mais correto e adequado à regulação e desenvolvimento do mercado, uma vez que dessa forma não há ágio ou prêmio envolvido na operação.

Isto posto, manifesta-se positivamente à sugestão da adoção do conceito de valor nominal ajustado para fins de procedimento de aquisição, por companhias emissoras, de debêntures de própria emissão.

### **1.2. Procedimento de Aquisição**

Ressaltado como ponto central desta audiência pública, a CVM propõe uma série de regras com vistas à regulação do procedimento de aquisição, por companhias emissoras, de debêntures de própria emissão, conforme Minuta anexa ao edital ("**Minuta**"), sendo considerado de observação obrigatória quando o preço for superior ao valor nominal ajustado e de adoção facultativa nos demais casos.

Primeiramente, a CVM dispõe acerca da formalização do início do procedimento de aquisição pela emissora, que é iniciado pela realização de comunicação formal aos debenturistas e ao agente fiduciário, a qual deverá contar com as exigências do artigo 9º da Minuta, conforme abaixo transcrito:

*Art. 9º Previamente à aquisição de debêntures de sua emissão por valor superior ao valor nominal ajustado, a companhia emissora deve comunicar ao agente fiduciário da emissão e a todos os titulares das respectivas debêntures, na forma prevista na respectiva escritura de emissão e na norma específica sobre emissores de valores mobiliários, acerca de sua intenção de adquirir debêntures de sua emissão.*

*§ 1º A comunicação de que trata o caput deve conter, no mínimo, as seguintes informações: I – a data pretendida para a aquisição; II – a emissão e, se for o caso, as séries das debêntures que serão adquiridas; III – a quantidade de debêntures que pretende adquirir, que pode ser indicada como quantidade determinada, mínima ou máxima, sendo que, caso a quantidade indicada como objeto da aquisição corresponda: a) à totalidade ou a uma determinada quantidade de debêntures de determinada emissão ou série, a comunicação deve prever se a oferta de aquisição permanecerá válida caso a quantidade de debêntures indicada nas manifestações de alienação recebidas seja inferior àquela indicada como objeto da aquisição, observado o disposto no § 3º; e b) a uma determinada quantidade de debêntures de determinada emissão ou série, a comunicação deve prever o tratamento a ser dado caso a quantidade de debêntures indicada nas manifestações de alienação recebidas seja superior àquela indicada como objeto da aquisição, observado o disposto no § 4º; IV – a data da liquidação da aquisição e eventuais condições a que a liquidação esteja sujeita; V – o preço máximo pelo qual as debêntures serão adquiridas, destacando-se: a) a parte do preço referente ao valor nominal; b) a previsão da parte do preço referente à correção monetária, se houver, e à remuneração acumulada até a data de liquidação da aquisição; e c) a parte referente ao prêmio de aquisição, sendo admitida coleta de intenções para venda com relação ao prêmio de aquisição, observado o disposto no § 4º; VI – prazo para os titulares das debêntures manifestarem interesse de alienação das debêntures à companhia emissora, o qual não poderá ser inferior a 30 (trinta) dias contados da data da comunicação; e VII – demais informações sobre a companhia emissora e a oferta que sejam necessários à tomada de decisão refletida e independente quanto à manifestação de intenção de alienação de debêntures.*

*§ 2º Os titulares de debêntures que tenham interesse em alienar suas debêntures, devem enviar à companhia emissora, com cópia para o agente fiduciário da emissão, no prazo estipulado na comunicação referida no inciso VI do § 1º, formulário de intenção de alienação de debêntures, na forma do Anexo 9.*

*§ 3º Na hipótese prevista no inciso III, alínea "a", do § 1º, caso a oferta de aquisição permaneça válida, a comunicação referida no § 1º deve indicar que o titular de debêntures pode, no formulário, condicionar sua adesão a*

*que haja a aceitação: I – de debenturistas interessados em alienar a totalidade das debêntures indicada como objeto da aquisição na comunicação referida no § 1º; ou II – de debenturistas interessados em alienar debêntures representando uma quantidade mínima das debêntures daquela emissão ou série, conforme o caso (incluindo as debêntures de titularidade do referido titular de debêntures), definida conforme critério do próprio titular, mas que não pode ser superior à quantidade máxima indicada como objeto da aquisição na comunicação referida no § 1º.*

*§ 4º Na hipótese prevista no inciso III, alínea "b", do § 1º, a comunicação referida no § 1º deve indicar um único procedimento a ser adotado pela companhia emissora, dentre os seguintes: I – se optar por não utilizar o procedimento de coleta de intenções: a) adquirir tantas debêntures quantas tiverem sido indicadas nas manifestações de alienação recebidas; b) adquirir a quantidade de debêntures indicada como objeto da aquisição na comunicação referida no § 1º, de forma proporcional entre as debêntures que tiverem sido indicadas em cada uma das manifestações de alienação recebidas, sendo certo que cada debenturista que tiver indicado interesse em alienar suas debêntures deve ter, pelo menos, 1 (uma) debênture adquirida pela companhia emissora; ou II – se optar pela utilização do procedimento de coleta de intenções, adquirir a quantidade de debêntures indicada como objeto da aquisição na comunicação referida no § 1º, observadas as seguintes regras: a) a companhia emissora deve adquirir a quantidade de debêntures indicada como objeto da aquisição referida no § 1º, observando a preferência das ofertas com menores prêmios; e b) se mais de um debenturista houver indicado intenção de alienar debêntures a um prêmio que venha a ser o maior que a companhia emissora precise aceitar para perfazer a quantidade indicada como objeto da aquisição, as debêntures de tais debenturistas deverão ser adquiridas em quantidade proporcional às quantidades por eles indicadas nas respectivas manifestações de alienação.*

*§ 5º O procedimento de coleta de intenções para venda deve ser descrito na comunicação referida no § 1º e a manifestação dos debenturistas com relação ao prêmio de aquisição se dará por meio do preenchimento do item 3 do formulário referido no § 2º.*

*§ 6º A companhia emissora deverá realizar a liquidação da aquisição em uma única data, a qual deverá ser estabelecida no intervalo de, no mínimo, 31 (trinta e um) dias e, no máximo, 45 (quarenta e cinco) dias contados da data do envio da comunicação referida no § 1º.*

*§ 7º A companhia emissora poderá revogar ou alterar qualquer das condições previstas na comunicação referida no § 1º, desde que: I – tal revogação ou alteração seja comunicada ao agente fiduciário da emissão e a todos os debenturistas, pelos mesmos meios em que foi realizada a comunicação referida no § 1º; e II – seja concedido prazo igual ou maior do que aquele previsto no inciso VI do § 1º deste artigo para que: a) os debenturistas que já tenham manifestado seu interesse em alienar debêntures possam revogar ou alterar tal interesse, presumida a manutenção do interesse em caso de silêncio; e b) os debenturistas que*

*não tenham manifestado interesse em alienar suas debêntures possam fazê-lo.*

*§ 8º A aquisição, por companhia emissora, de debêntures de sua emissão nos termos do § 1º deve ser realizada em ambiente de mercado regulamentado de valores mobiliários e a sua liquidação deve ocorrer por meio de sistema de compensação e liquidação aprovado pelo Banco Central do Brasil.*

*§ 9º A aquisição, por companhia emissora, de debêntures de sua emissão por valor superior ao valor nominal ajustado não estará sujeita ao procedimento previsto no caput, se realizada em pagamento do preço de integralização de debêntures de emissão da companhia emissora que sejam objeto de oferta pública, desde que essa opção de pagamento seja oferecida a todos os titulares das debêntures.*

Dentre as obrigações propostas pela CVM na Minuta, encontra-se a disposição acerca da necessidade da emissora, caso a quantidade de debêntures indicadas na manifestação de alienação recebidas seja maior do que a quantidade indicada pela emissora como objeto de aquisição na comunicação formal enviada, de, escolher por: *(i) adquirir a quantidade total de debêntures que tiverem sido indicadas pelos respectivos titulares nas manifestações de alienação recebidas, permitindo a revogação ou a alteração pelo debenturista; (ii) adquirir a quantidade de debêntures que havia sido proposta inicialmente de forma proporcional entre as debêntures que tiverem sido indicadas em cada uma das manifestações de alienação recebidas, desde que todos os debenturistas que tenham manifestado interesse em ter suas debêntures adquiridas tenham pelo menos uma de suas debêntures adquiridas; ou (iii) adquirir a quantidade de debêntures que havia sido proposta inicialmente, observado que, nesse caso, as debêntures que serão adquiridas serão definidas por meio de procedimento de coleta de intenções para venda que assegure um tratamento equitativo aos debenturistas que desejam ter suas debêntures adquiridas (inclusive o mesmo prêmio de aquisição), e prestando todas as informações que forem necessárias para esse fim.*

Neste sentido, entende-se que a Minuta adota um sistema facultativo relativamente simples à emissora, com a adoção de 3 mecanismos consolidados no mercado e que, a nosso ver, não oneraria a operação de forma desnecessária. Nesse sentido, cabe apontar o acerto da exigência de aquisição compulsória da totalidade das debêntures em um caso específico.

A CVM prevê que a emissora, caso não realize a coleta de intenções, deve optar por adquirir tantas debêntures quantas tiverem sido indicadas nas manifestações de alienação recebidas ou adquirir a quantidade indicada como objeto da aquisição na comunicação formal, de forma proporcional entre as debêntures que tiverem sido indicadas nas manifestações de alienação, com a garantia de aquisição de

pelo menos 1 (uma) debênture de cada debenturista, nos moldes das alíneas "a" e "b", do inciso I, do parágrafo 4º do artigo 9º da Minuta.

De fato, instrumentaliza-se pela disposição acima um mecanismo de proteção e proporcionalidade aos debenturistas, com o estabelecimento de um regime de maior segurança aos detentores destes valores mobiliários, que caso não tenham a totalidade de seus créditos adquiridos, garantem a compra proporcional, evitando assim acordos bilaterais comuns à prática de mercado que acabam por preterir um debenturista em favor de outro.

Por fim, há apenas um ponto que a nosso ver deve ser retirado da Minuta, aquele que se refere a alínea "a", do inciso I, do parágrafo 7º, do artigo 9º da Minuta. Tal dispositivo inclui a presunção de anuência do debenturista que não se manifesta acerca da nova comunicação formal realizada pela emissora em caso de alteração ou revogação das condições previstas na comunicação formal original.

Tal disposição, sem dúvidas, busca desburocratizar o procedimento de alteração ou revogação das condições previstas na comunicação formal original, que será natural e comum no mercado. Contudo, tendo em vista que a debênture é um instrumento de alto volume de capitalização, com atuação constante de investidores normalmente mais passivos em termos de acompanhamento do ativo, entende-se que o estabelecimento da presunção pode acabar por prejudicar tais investidores por questões de organização administrativa e gestão, na medida em que há o risco de assunção de novas condições por simples inércia de manifestação destes.

Neste sentido, entende-se que deve ser excluído o trecho "presumida a manutenção do interesse em caso de silêncio" da alínea "a", do inciso I, do parágrafo 7º, do artigo 9º da Minuta, mantendo apenas a disposição de que os debenturistas deverão realizar nova manifestação acerca das novas condições da aquisição proposta pela emissora.

Isto posto, manifesta-se positivamente ao procedimento de aquisição, por companhias emissoras, de debêntures de própria emissão estabelecido na Minuta, com a única ressalva acerca da adoção da presunção de anuência da alínea "a", do inciso I, do parágrafo 7º, do artigo 9º da Minuta.

#### **1.4. Debêntures em Tesouraria**

Por fim, esta Autarquia Federal requer sugestões acerca da regulamentação acerca dos direitos políticos e econômicos companhias em caso de aquisição de debêntures de sua emissão para fins de manutenção em tesouraria.

Primeiramente, não há que se tecer maiores comentários acerca da exclusão do direito de voto nestes casos, na medida em que, acertadamente, a disposição segue o regramento dispensado à aquisição de ações por companhias para fins de manutenção em tesouraria, tal como regulado pela Instrução CVM nº 567/15.

No que cabe à falta de previsão da remuneração das debêntures adquiridas para fins de manutenção em tesouraria, somos da opinião de que, conforme paralelo econômico-financeiro do tratamento expendido nos casos de aquisição de ações para fins de manutenção em tesouraria, deve ser utilizada a aceção de que não há remuneração das debêntures nesse caso. Isso porque a remuneração, enquanto mantida em tesouraria, traria efeitos contábeis que o legislador optou por não conhecer como legítimos nos casos das ações, o que nos parece ser extensível às debêntures.

Isto posto, manifesta-se pela inclusão da previsão de que não há direito de remuneração nas debêntures adquiridas para manutenção em tesouraria no artigo 11 da Minuta.

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**