



Carta/AMEC/Presi nº 14 /2014

São Paulo, 1o de Outubro de 2014.

À  
**Comissão de Valores Mobiliários**  
Rua Sete de Setembro, 111, Centro  
Rio de Janeiro – RJ  
CEP – 20159-900  
At. Ilmo. Presidente – Sr. Leonardo Pereira

**CC:Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da Comissão de Valores Mobiliários – SRE/CVM**  
At. Ilmo. Superintendente – Reginaldo Pereira de Oliveira

**Ref: EXCEÇÕES ÀS PROTEÇÕES DA ICVM 361**

Senhor Presidente,

A Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC, ao atuar na defesa dos direitos dos acionistas minoritários em companhias abertas, busca, de forma diligente e participativa, interagir com o poder público, bem como com os órgãos reguladores e autorreguladores, especialmente junto à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, de modo a aprimorar normas, regras de conduta e procedimentos aplicáveis ao mercado de capitais.

Imbuída deste objetivo, a AMEC, através de sua Comissão Técnica, fomentou debates e discussões sobre tema de especial relevância para o mercado de capitais, ora trazido ao conhecimento dessa D. Autarquia para as providências que se fizerem necessárias, conforme se passará a expor:

Os associados da AMEC realizaram ao longo dos últimos meses intenso debate sobre casos concretos em que essa CVM autorizou que companhias listadas deixassem de observar os ditames estabelecidos pela Instrução 361, por si editada no ano de 2002.

Referida norma, cujo conhecimento já se encontra cristalizado entre os agentes de mercado, teve, ao longo dos últimos meses, a sua interpretação, se não modificada, pelo menos bastante alargada pelas áreas técnicas e pelo Colegiado dessa Autarquia.

Tal mudança de postura foi especialmente percebida em recentes interpretações emprestadas aos artigos 28 e 34 da ICVM 361. Esta nova interpretação tem causado expressiva preocupação aos nossos associados, posto que, no entender desses, agrega insegurança jurídica ao mercado de capitais.

Inicialmente, há de se destacar que no Caderno CVM n.º 1, intitulado *O que é a CVM*, às páginas 12 e 13, essa D. Autarquia enumera quais seriam os fundamentos da regulação, assim indicados: (i) Interesse Público; (ii) Confiabilidade; (iii) Eficiência do Mercado; (iv) Competitividade, (v) Mercado Livre; e (vi) Proteção ao Investidor.

Dentre estes, destacamos os princípios da confiabilidade e da proteção ao investidor como especialmente relevantes para o presente debate.

Definidas tais prioridades, temos que tanto a edição quanto a aplicação de normas reguladoras devem focar a proteção do investidor e o incentivo para que este siga confiando no aparato regulatório.

Essa D. CVM invocou em recentes decisões que envolvem a interpretação dos artigos 28 e 34 da ICVM 361, dois dos princípios gerais de Direito Administrativo (razoabilidade e proporcionalidade), sem, contudo, realizar o cotejo e a relação obrigatória de tais princípios com os fundamentos da regulação por si editada. Além de desconsiderar, por completo, na sua essência, o espírito motivador da edição da ICVM 361. E ainda que tais princípios fossem aplicáveis, não seria cabíveis nas situações de fato, por comprometer a confiabilidade e a proteção ao investidor.

A Amec entende que os artigos 26 e 28 da ICVM 361, foram redigidos com o claro objetivo de coibir o chamado “fechamento em branco” do capital ou, mais genericamente, impedir que o acionista controlador, ou pessoa a ele vinculada, reduza a liquidez das ações de emissão da companhia em detrimento dos demais investidores.

A regra prevê a obrigatoriedade da realização de uma OPA por aumento de participação sempre que ocorrer a aquisição de ações, que não por intermédio de uma OPA, que representem mais de 1/3 do total de ações de cada espécie e classe, em circulação.

O artigo 28 da ICVM 361 trouxe uma hipótese **excepcional** para que o acionista controlador fosse dispensado da realização de uma OPA por aumento de participação, condicionando referida autorização à alienação do excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, prorrogável, uma única vez, por igual período caso a alienação de todo o bloco no prazo inicial pudesse afetar significativamente as cotações das ações na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que estejam

admitidas à negociação. A exceção se justifica por questões conjunturais de curto prazo, que não indiquem uma tendência de ameaça à liquidez.

Uma vez estabelecido o prazo (três meses) e tendo sido a hipótese de sua prorrogação expressamente limitada na mesma norma, entendem os associados da Amec que não cabe a alteração de tal o limite, posto que tal conduta, por não ser esperada pelo mercado, pode causar prejuízos aos investidores em função da frustração das suas legítimas expectativas, além de efetivamente deixar de atender aos fundamentos da regulação e princípios da atuação reguladora.

Assim, a Amec entende que a possibilidade do artigo 28 deve ser concedida somente em caráter excepcional, e dentro dos parâmetros previsto na norma. Uma abordagem mais flexível com relação a este ponto além de colocar em risco a segurança dos investidores com relação à liquidez das ações, frustra uma legítima expectativa destes, face ao limite excepcional consignado na norma.

Qualquer mudança desses parâmetros deve seguir os ritos usuais da autarquia para alterações de suas instruções, e não a necessidade casuística de emissores, sem maiores preocupações com os objetivos originais da norma, ou com os fundamentos da regulação indicados de maneira expressa no já referido Caderno n.º 1 dessa autarquia .

O artigo 31 da ICVM 361, por seu turno, tem por finalidade a proteger o mercado de capitais e, conseqüentemente, seus investidores.

Reza o artigo 31 da ICVM 361 que:

*Art. 31. Qualquer OPA voluntária, originária ou concorrente, de ações de companhia aberta, quer tenha por objeto parte, quer a totalidade das ações de emissão da companhia, obedecerá ao disposto nos arts. 4º a 8º-A e 10 a 15-B, no que couberem.*

Ocorre que, apesar do caráter protecionista da norma, tem se verificado um expressivo volume de decisões dispensado a observância de referido procedimento.

Referidas decisões, em sua expressiva maioria, são proferidas com fulcro no artigo 34 da mesma instrução, que determina:

*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.*

(...)

*§2º 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 modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.* [grifos nossos]

Especificamente com relação ao §2º, os associados da AMEC entendem que compatibilização de procedimentos não se confunde com supressão de direitos, notadamente aqueles previstos em lei ou por contrato, pelo que, ainda que seja admitida a realização de uma OPA unificada a realização do procedimento deve obedecer às regras que conferem melhor proteção aos acionistas.

A dispensa da observância do comando contido no artigo 31, conforme já amplamente exposto, deve ser realizado com parcimônia, **de modo que se constitua verdadeira exceção e não se torne a regra.**

Diante do acima exposto, os associados da AMEC rogam que essa D. CVM seja cautelosa na eventual dispensa do cumprimento de normas infralegais, se e quando devidamente permitidas por lei ou pela própria norma, e que exceções às proteções regulamentares – notadamente através dos artigos 28 e 34 da ICVM 361 - estejam condicionadas a estrita observância dos fundamentos da regulação, em especial à confiabilidade do mercado de capitais e proteção dos investidores.

Atenciosamente,

Mauro Rodrigues da Cunha  
Presidente Executivo