



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 79/2015-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 11 de dezembro de 2015.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Recurso contra Decisão da SRE - OPA Unificada de Banco Daycoval S.A. - Processo CVM nº RJ-2015-12695

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de expediente protocolado na CVM em 27/11/2015 (fls. 01 a 09) por Banco Daycoval S.A. (“Companhia” ou “Daycoval”), Sasson Dayan, Salim Dayan, Carlos Moche Dayan e Rony Dayan (“Controladores” e, em conjunto com a Companhia, “Recorrentes”), com interposição de recurso contra decisão desta Superintendência, no âmbito do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações preferenciais (“OPA Unificada” ou “Oferta”) de emissão da Companhia, nas modalidades “para cancelamento de registro” e “voluntária” (visando à sua saída do segmento especial denominado Nível 2 da BM&FBovespa S.A.).

2. A propósito, o recurso supramencionado foi interposto contra exigência formulada pela SRE/GER-1, que solicitava a plena observância ao art. 48^[1] da Instrução CVM nº 480/09 (“Instrução CVM 480”). Tal artigo prevê, por sua vez, o cumprimento ao disposto no art. 47 da mesma Instrução como condição para o cancelamento de registro de companhia na categoria A .

3. Além da plena observância ao dispositivo acima, a companhia deverá, ainda, ser objeto de OPA para cancelamento de seu registro, cujo pedido encontra-se em análise nesta área técnica, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2015-8057.

4. A exigência supramencionada, a qual constou do Ofício nº 158/2015/CVM/SRE/GER-1, datado de 14/09/2015 (cópia às fls. 11 a 15), foi formulada nos seguintes termos:

2.1.5 - De acordo com o item 18.5 da última versão do Formulário de Referência da Companhia verificamos que há outros valores mobiliários em circulação, além das ações objeto da presente OPA. Dessa forma, solicitamos o encaminhamento de documentação que comprove os requisitos previstos no art. 48 da Instrução CVM nº 480/09.”

5. Em resposta à referida exigência, os Recorrentes protocolaram expediente na CVM, em 14/10/2015 (cópia às fls. 19 a 40), informando que os valores mobiliários em circulação de emissão da Companhia são as Letras Financeiras da 3ª e da 4ª emissões e argumentando, resumidamente, que o cancelamento de registro da Companhia não ensejaria a necessidade da adoção de qualquer providência no que tange ao art. 47 da Instrução CVM 480, para as Letras Financeiras em questão, por conta de tais valores mobiliários poderem ser emitidos pela Companhia independentemente de ela ser aberta ou fechada, motivo pelo qual solicitou, assim, a reconsideração da exigência supramencionada.

6. Por meio do Ofício nº 206/2015/CVM/SRE/GER-1, datado de 13/11/2015 (cópia às fls. 15 a 18), reiteramos a exigência 2.1.5, acima, nos seguintes termos:

"2.1.5 Em relação à resposta a essa exigência, primeiramente, cabe esclarecer que o fato de as Letras Financeiras poderem ser emitidas por companhias de capital fechado não afeta o entendimento de que o art. 47 da Instrução CVM nº 480/09 ("Instrução CVM 480") deve ser cumprido no presente caso, dado que o referido dispositivo não contém ressalva alguma a respeito da forma como foram distribuídos tais valores mobiliários

Assim, o nosso entendimento sobre a aplicação do dispositivo em questão é de que, caso haja valores mobiliários em circulação, a companhia que deseja cancelar seu registro junto à CVM deverá observar integralmente o previsto no art. 47 da referida Instrução.

Não obstante, esclarecemos que, de acordo com o inciso IV daquele dispositivo, pode ser obtida anuência dos titulares de valores mobiliários em circulação em relação ao cancelamento de registro da companhia, se for o caso.

Vale ressaltar ainda que, caso fosse possível o cancelamento de registro da Companhia sem a adoção de quaisquer providências em relação a tais Letras Financeiras, restaria claro o potencial de prejuízo em relação a seus credores que adquiriram tais títulos de uma companhia aberta.

Por fim, dado o acima exposto, não haverá a reconsideração dessa exigência por parte desta área técnica.

Dessa forma, solicitamos o encaminhamento de documentação que comprove o pleno atendimento aos requisitos previstos no art. 47 da Instrução CVM 480."

7. Por esse motivo, os Recorrentes interpuseram, em 27/11/2015, o recurso ora em análise, a partir do qual foi instaurado o Processo em tela, alegando, conforme será visto em detalhes na seção "I. Alegações dos Recorrentes", que o art. 47 da Instrução CVM 480 seria inaplicável às Letras Financeiras, pelo fato de os emissores de tais valores mobiliários estarem sujeitos a regime de divulgação de informações específico.

8. Por fim, cabe esclarecer que a OPA Unificada da Companhia encontra-se em análise nesta Superintendência, estando ainda na fase de cumprimento de exigências, sendo que, para a concessão de seu registro, a mesma deverá ser apreciada pelo Colegiado da CVM para deliberação quanto aos pleitos de: (i) unificação das duas modalidades de OPA pretendidas, quais sejam, "para cancelamento de registro" e "para saída do Nível 2 da BM&FBovespa"; (ii) dispensa da observância dos limites de 1/3 e 2/3 previstos pelo art. 15 da Instrução CVM nº 361/02; e (iii) dispensa da vedação de a própria Companhia (como um dos ofertantes da OPA) adquirir ações no âmbito da Oferta por valor superior ao de mercado, constante do art. 7º da Instrução CVM nº 567/15.

9. Nesse sentido, trataremos no presente Memorando especificamente da necessidade ou não da observância ao disposto no art. 47 da Instrução CVM 480, no tocante às Letras Financeiras de emissão da Companhia, deixando as demais questões para discussão em momento oportuno, quando do pleno atendimento às exigências formuladas por esta área técnica no âmbito da Oferta.

I. Alegações dos Recorrentes

10. Com vistas a obter o sucesso do seu recurso, os Recorrentes apresentaram os seguintes argumentos, os quais encontram-se transcritos abaixo com os grifos originais:

"I – Da decisão recorrida

A exigência quanto ao atendimento do art. 47 da Instrução CVM nº 480/2009 ("ICVM

480”) no tocante às Letras Financeiras de emissão da Companhia foi inicialmente formulada por meio do Ofício 158/2015/CVM/SRE/GER-1, de 14/09/2015, tendo sido objeto de pedido de reconsideração endereçado a V.Sas. em nossa correspondência de 14/10/2015, em que sustentamos a inaplicabilidade do mencionado dispositivo regulamentar, com base nos fundamentos a seguir resumidos:

o registro de emissor de valores mobiliários nas Categorias A ou B para a distribuição pública de Letras Financeiras é objeto de dispensa automática, nos termos do art. 7º, inciso VI, da Instrução CVM nº 480/2009;

o regime informacional instituído pela CVM, nos termos do disposto no Anexo 7 – VI da Instrução CVM nº 480/2009, é suficiente e adequado para tutelar os interesses dos titulares desses valores mobiliários; e

o cancelamento do registro de emissor da Companhia, se concretizado, não acarretará qualquer prejuízo para a adequada proteção dos titulares das Letras Financeiras em circulação, tratando-se de medida que não interfere na esfera de interesses desses investidores, na medida em que não afetará a capacidade da Companhia de continuar a ofertar os mesmos títulos, nas mesmas condições, a esses mesmos investidores.

A despeito dos argumentos expostos em nossa correspondência, a SRE/GER-1 decidiu por manter a exigência de cumprimento do art. 48 da Instrução CVM nº 480/09, com base no exposto no 2.1.5 do Ofício nº 206/2015/CVM/SRE/GER-1, tendo fundamentado sua posição nos seguintes argumentos:

o fato de as Letras Financeiras poderem ser emitidas por companhias de capital fechado “não afeta o entendimento de que o art. 47 da Instrução CVM nº 480/09 deve ser cumprido no presente caso, dado que o referido dispositivo não contém ressalva alguma a respeito da forma como foram distribuídos tais valores mobiliários”; e

caso fosse possível o cancelamento de registro da Companhia sem adoção de uma das providências previstas no art. 47, “restaria claro o potencial de prejuízo em relação a seus credores que adquiriram tais títulos de uma companhia aberta”.

A SRE/GER-1 esclarece, ainda, que, de acordo com o inciso IV do citado dispositivo, “pode ser obtida anuência dos titulares de valores mobiliários em circulação em relação ao cancelamento de registro da Companhia, se for o caso”, sendo esta a única providência passível de adoção pelos Ofertantes dentre aquelas enumeradas no art. 47, dada a impossibilidade de resgate das Letras Financeiras, por força do disposto no art. 4º da Resolução CMN nº 4.123/2012.

A posição adotada pela SRE/GER-1, com a devida vênia, não representa a melhor interpretação que se deve dar ao caso, razão pela qual submete a matéria à apreciação do Colegiado desta D. Autarquia, fazendo com base nos argumentos a seguir expostos.

II – Das Razões do Presente Recurso

II.A – Os Emissores de Letras Financeiras estão sujeitos a regime de divulgação de informações específico

As Letras Financeiras são títulos de crédito criados pela [Lei nº 12.249/2010](#), que as definiu como título de crédito de emissão exclusiva das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, consistindo em “promessa de pagamento em dinheiro, nominativo, transferível e de livre negociação”.

A criação do título de crédito em comento se deu no contexto da crise financeira de 2008, como alternativa para permitir que as instituições financeiras, diante da escassez de crédito que se observava, pudessem se utilizar de um instrumento juridicamente seguro para captar mais recursos com prazos mais alongados, propiciando, assim, uma gestão adequada da liquidez.

O Conselho Monetário Nacional editou a Resolução CMN nº 4.123/2012 com a finalidade

de regulamentar a emissão das Letras Financeiras, estabelecendo certas condições a serem observadas pelas instituições financeiras na emissão desses títulos, dentre as quais merecem destaque:

a necessidade de observância do limite correspondente ao valor do Patrimônio de Referência, Nível I, da instituição (art. 1º, § 2º, inciso I);

a exigência de estudo de viabilidade, contendo, no mínimo, análise econômica e financeira acerca da utilização das Letras Financeiras diante de outras fontes de recursos da instituição (art. 1º, § 2º, inciso II);

a fixação de valor unitário mínimo, que não pode ser inferior a R\$300.000,00, se a Letra Financeira contiver cláusula de subordinação, e a R\$150.000,00, se não contiver cláusula de subordinação (art. 2º, incisos I e II);

definição das condições de remuneração, que pode ter como remuneração taxa de juros prefixada, combinada ou não com taxas flutuantes, ou com índice de preços, sendo vedada a emissão com cláusula de variação cambial (art. 3º); e

definição de prazo de vencimento mínimo de 24 meses, vedada a recompra ou o resgate, total ou parcial, antes do vencimento pactuado (art. 4º).

*Observa-se, portanto, que o Conselho Monetário Nacional, ao regulamentar a emissão das Letras Financeiras, o fez com vistas para sua competência de “**zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras**”, nos termos do art. 3º, inciso VI, da Lei nº 4.595/64, tratando-se de uma modalidade de instrumento de captação de recursos sujeita a limites que visam resguardar a solvência da instituição emissora, sendo originalmente direcionado a **investidores com certo grau de qualificação**, dadas as restrições relativas ao valor unitário mínimo.*

Sendo o risco de crédito o principal fator de risco dos titulares das Letras Financeiras, sua posição frente ao emissor é em tudo análoga ao dos demais adquirentes de outros títulos de natureza bancária – tais como CDB, LCI, LCA e outros tantos, tendo seus interesses tutelados pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil.

Em razão das características próprias dessa modalidade de valor mobiliário, a CVM instituiu regime específico^[2] para permitir sua distribuição pública, dispensando, de forma automática, o registro de emissor, nos termos do art. 7º, inciso VI, da Instrução CVM nº 480/2009, exigindo que a instituição financeira emissora:

*mantenha arquivados na CVM o **formulário cadastral** e o **formulário de referência**, que deve ser atualizado na forma da regulamentação em vigor (arts. 21, incisos I e II, 22; 23; 24, § 1º, da Instrução CVM nº 480/2009);*

*divulgue quaisquer **atos ou fatos relevantes** ocorridos em seus negócios (art. 31, inciso VI, da Instrução CVM nº 480/2009), e que observe as disposições a respeito do dever de sigilo e as vedações à negociação, conforme estabelecido nas normas específicas sobre divulgação de ato ou fato relevante emitidas pela CVM (item III do Anexo 7 – VI da Instrução CVM nº 480/2009); e*

*coloque e mantenha à disposição dos investidores, em sua página na rede mundial de computadores e em sua sede, as **informações financeiras trimestrais e as demonstrações financeiras de final de exercício auditadas**, relativas aos últimos 3 (três) exercícios sociais e ao exercício social em curso, na mesma data da entrega ao Banco Central do Brasil (item II do Anexo 7 – VI da Instrução CVM nº 480/2009).*

Observa-se, portanto, que o regime informacional estabelecido para os emissores de Letras Financeiras implica a obrigação de divulgação de um conjunto de informações suficiente e adequado para a proteção dos interesses dos titulares de Letras Financeiras, que lhes permite monitorar, de forma contínua, os riscos a que se encontram sujeitos, notadamente o risco de crédito do emissor.

Em razão do regime informacional estabelecido para as instituições financeiras emissoras de Letras Financeiras, o cancelamento do registro da Companhia como emissora de valores mobiliários na Categoria A não se traduzirá em qualquer prejuízo para os atuais titulares de Letras Financeiras em circulação, que permanecerão sob a tutela do regime especial instituído pela CVM, nos termos do próprio art. 7º, inciso VI, da Instrução CVM nº 480/2009, e seu Anexo 7 – VI.

Tal prejuízo somente haveria se se admitisse que o regime de divulgação de informações próprio para emissores de Letras Financeiras não é suficiente e adequado para tutelar os interesses dos titulares desses valores mobiliários, o que seria um contrassenso face à intenção clara do legislador. Ao contrário, o regime em questão é, como afirmado, adequado e suficiente, pois de outro modo sequer poderia servir de fundamento para dispensa automática de registro prevista no art. 7º, inciso VI, da Instrução CVM nº 480/2009.

II.B – A inaplicabilidade do art. 47 da ICVM 480 à OPA

Conforme já assinalado, a CVM concedeu a dispensa automática do registro de emissor de valores mobiliários para as instituições financeiras que façam a colocação pública de Letras Financeiras, nos termos do art. 7º, inciso VI, da Instrução CVM nº 480/2009, tendo amparado tal dispensa na adoção de regime informacional específico para esses emissores.

Desse modo, a distribuição pública de Letras Financeiras prescinde do registro de emissor perante a CVM, não se processando ao amparo do regime de divulgação de informações tradicional aplicável aos emissores dos demais valores mobiliários. É suficiente, para tanto, o regime especialmente definido pela própria CVM para os emissores desse valor mobiliário.

A despeito da dispensa automática do registro de emissor, pode ocorrer que emissores desses títulos estejam registrados perante a CVM, na categoria A ou B, para permitir a realização de ofertas públicas de outros valores mobiliários. Esse é o caso da Companhia, cujo registro na Categoria A foi obtido em 27/06/2007, para o fim específico de permitir a realização de oferta pública de distribuição de suas ações.

Não nos parece razoável sustentar que o cancelamento do registro de emissor da Companhia seja visto como fator de prejuízo para os titulares de Letras Financeiras, na medida em que os titulares desses valores mobiliários permanecem guarnecidos pelo regime de divulgação de informações que lhes assegura adequada proteção, especialmente no que diz respeito aos elementos necessários para avaliar, em bases contínuas, a capacidade de pagamento do crédito que possuem perante a Companhia. Nesta linha, a melhor interpretação teleológica da regra é de que “valores mobiliários em circulação”, para o artigo 47 da Instrução CVM nº 480/2009, considera, neste caso, valores mobiliários outros que não as letras financeiras, para as quais há um regime específico de tutela informacional de seus respectivos investidores, que prescinde dos registros de companhia aberta disciplinados pela CVM, seja Categoria A ou Categoria B.

Cumprir observar que, por ser o registro de emissor prescindível para a distribuição pública de Letras Financeiras, esses mesmos valores mobiliários poderão ser colocados junto aos mesmos investidores que os adquiriram imediatamente após o cancelamento do registro da Companhia na Categoria A. Esse fato demonstra, em nossa visão, que o cancelamento do referido registro não pode ser considerado como fato prejudicial aos investidores, na medida em que não afetará a capacidade da Companhia de continuar a captar recursos junto ao público com base na emissão de Letras Financeiras, nas mesmas condições em que o fez antes do cancelamento de seu registro na Categoria A. A título de ilustração, essa interpretação poderia levar à situação absurda de, não fosse a impossibilidade de resgate ou de qualquer pagamento antecipado desses títulos, por força do disposto no art. 4º da Resolução CMN nº 4.123/2012, uma instituição financeira

simplesmente resgatar todas as letras financeiras de sua emissão em um dia, para cumprimento formal do art. 47 da Instrução CVM nº 480/2009 para, no momento subsequente, já cancelado o seu registro, distribuir letras financeiras de idênticas características para os mesmos investidores que eram titulares das letras financeiras resgatadas. Uma situação deste tipo, além de muito mais custosa para todos os envolvidos, não agrega qualquer valor à tutela dos interesses desses investidores que, certamente, não tomaram a decisão de investir nas letras financeiras, originalmente, com base em a companhia possuir ou não o registro de companhia aberta, mas sim no tratamento específico conferido às letras financeiras.

No que tange à ausência de ressalva, no art. 47 da Instrução CVM nº 480/2009, a respeito da forma como as Letras Financeiras foram distribuídas – outro fundamento utilizado pela SRE/GER-1 para motivar sua decisão – isso decorre do simples fato de a ICVM 480 ter sido editada anteriormente à própria criação da Letra Financeira[3], sendo impossível que fosse conferida à regra uma ressalva referente a um título, à época, inexistente.

É razoável supor que, ao alterar a ICVM 480 para instituir a dispensa automática do registro de emissor para as instituições financeiras, por meio da edição da Instrução CVM nº 488, de 16 de dezembro de 2010, a CVM tenha deixado de cogitar da situação especialíssima que ora se coloca; inclusive por ser injusto exigir que o legislador preveja toda e qualquer situação fática que poderá ocorrer a respeito de determinada norma. Nessas situações, o mais recomendado é recorrer-se à interpretação teleológica, indagando-se qual foi a intenção real do órgão normatizador ao editar a regra.

A ausência de previsão específica para o caso em comento no art. 47 não significa, portanto, que tenha sido intenção da CVM considerar como fator indiferente, para fins de aplicação desse dispositivo, a forma como os valores mobiliários foram colocados. Do contrário, a CVM poderia exigir o atendimento do art. 47 em relação a valores mobiliários colocados privadamente, o que claramente não se justifica, não existindo, até onde nos é dado conhecer, qualquer precedente nessa direção.

Quer nos parecer, portanto, que a ausência de referências, no art. 47, sobre a forma como foram colocados os valores mobiliários em circulação configura evidente lacuna do comando normativo, que deve ser preenchida pelo meio de sua adequada interpretação teleológica, conforme mencionado.

A mais correta interpretação do referido dispositivo, e que traduz da forma mais precisa a evidente intenção do legislador ao editar tal regra, deve limitar seu alcance aos valores mobiliários ofertados publicamente com base no regime de divulgação de informações aplicável aos emissores das Categorias A ou B. Ou seja, na medida em que o processo de oferta pública do valor mobiliário encontra-se amparado no regime de informações decorrente do registro de emissor em uma das citadas categorias, o cancelamento desse registro é fator relevante para o titular desse valor mobiliário, devendo-se, portanto, adotar uma das medidas preconizadas no art. 47.

Por outro lado, não nos parece fazer sentido algum exigir a adoção das providências previstas no citado dispositivo no momento do cancelamento do registro de emissor quando, para a colocação pública de um valor mobiliário, tal registro não era exigido. Tampouco faz sentido interpretar o art. 47 de tal modo quando, imediatamente após o cancelamento do registro, os mesmos títulos poderão ser ofertados publicamente, em iguais condições, sem a obtenção do registro de emissor, em virtude da dispensa automática concedida pela CVM.

Resta evidente, portanto, que o cancelamento do registro de emissor da Companhia na Categoria A somente deve produzir consequências em relação aos titulares de valores mobiliários cuja oferta se deu com amparo nesse registro, o que não é o caso das Letras Financeiras atualmente em circulação.

Adicionalmente, a aplicação do art. 47 ao caso implica, necessariamente, a necessidade de

obtenção de autorização de todos os titulares das Letras Financeiras em circulação, dada a impossibilidade de resgate ou qualquer pagamento antecipado desses títulos, por força do disposto no art. 4º da Resolução CMN nº 4.123/2012, sendo que tal impossibilidade, cumpre-se notar, é de conhecimento dos investidores das letras financeiras, por força do referido dispositivo legal.

Como consequência, os titulares das Letras Financeiras – para os quais é claramente indiferente o cancelamento do registro na Categoria A, dada a continuidade de prestação de informações de seu interesse como credores da Companhia (informações consideradas suficientes pela própria CVM ao exigí-las como critérios bastantes para a colocação de tais títulos) – poderão inviabilizar a realização da OPA, que por sua vez é motivada pelo interesse estratégico da Companhia de se retirar do mercado.

A operação de fechamento de capital ficaria assim submetida ao arbítrio de investidores que não terão sua esfera de interesses afetada, sendo-lhes concedida a prerrogativa de frustrar a realização de operação que melhor atende aos interesses da Companhia e de seus acionistas, que ficariam privados da oportunidade de vender suas ações ao preço fixado pelos Ofertantes para a OPA.

Dessa forma, a aplicação do disposto nos art. 47 da ICVM 480 ao caso em análise, como condição para que a Companhia proceda ao cancelamento de seu registro na Categoria A se mostra medida desproporcional e desarrazoada, razão pela qual os Ofertantes postulam sua reconsideração, na medida em que:

o regime regulatório instituído pela CVM para regular as ofertas públicas de distribuição de Letras Financeiras assenta na instituição de um regime informacional próprio para esses valores mobiliários, que por sua vez é plenamente suficiente para a adequada proteção de seus titulares e demais investidores;

o registro de emissor de valores mobiliários nas Categorias A ou B é objeto de dispensa automática, nos termos do art. 7º, inciso VI, da Instrução CVM nº 480/2009, não se constituindo como requisito para a oferta pública de Letras Financeiras, razão pela qual o cancelamento do registro de emissor da Companhia não deve se submeter ao crivo dos titulares desses valores mobiliários;

o cancelamento do registro de emissor da Companhia, se concretizado, não resultará em quaisquer prejuízos para os titulares das Letras Financeiras em circulação, que permanecerão sob a tutela da CVM e do regime informacional específico, bem como sob a proteção do regime prudencial a que se submetem as instituições financeiras, nos termos da regulamentação editada pelo Conselho Monetário Nacional, que tem por finalidade “zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras”, nos termos do art. 3º, inciso VI, da Lei nº 4.595/64; e

a manutenção desta exigência, que não trará qualquer benefício aos investidores, frustrará os interesses da Companhia e de seus atuais acionistas.

Em face do exposto, os Ofertantes reiteram seu pedido para que a exigência formulada no item 2.1.5 do Ofício nº 158/2015/CVM/SRE/GER-1 seja objeto de reconsideração por parte desta Superintendência. Caso se decida por sua manutenção, requer-se que o presente Recurso seja encaminhado ao Colegiado da CVM, para apreciação e consequente reforma da decisão ora recorrida.”

II. Nossas Considerações

11. Preliminarmente a analisarmos as alegações apresentadas pelos Recorrentes, cabe ressaltar que o pleito ora em análise foi embasado nos termos da Deliberação CVM nº 463/03, a qual prevê o tratamento a ser dado a recurso contra decisão de Superintendentes da CVM, podendo a referida decisão ser reformada ou o referido recurso encaminhado à apreciação do Colegiado da CVM.

12. Sobre esse ponto, esclarecemos que o presente recurso não foi interposto contra uma decisão da SRE em si, mas sim contra uma exigência formulada e posteriormente reiterada pela Gerência de Registros-1, conforme relatado no parágrafo 2º acima.

13. Não obstante, entendemos que esse fato não impede que o tema em questão seja apreciado pelo Colegiado da CVM, nos termos da Deliberação CVM nº 463/03, tendo em vista estarmos submetendo o mesmo por meio do presente Memorando, em que a GER-1 e a SRE manifestam o seu entendimento conjunto.

14. Assim, passaremos à análise do tema em questão, qual seja, a necessidade ou não de resgate ou anuência de todos os titulares de Letras Financeiras de emissão da Companhia, em cumprimento ao que preceitua o art. 47 da Instrução CVM 480, para que o seu registro na categoria A possa vir a ser cancelado junto à CVM, após a realização da OPA para cancelamento de registro de que trata o § 4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76.

15. Iniciaremos destacando o que preceitua o art. 50 da Instrução CVM 480, o qual lista os procedimentos a serem observados para o cancelamento de registro de companhia na categoria A, conforme transcrito abaixo:

“Art. 50. O emissor pode solicitar o cancelamento de seu registro na categoria A, a qualquer momento, por meio de pedido encaminhado à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE.

§ 1º O pedido de que trata o deve ser instruído com os documentos que comprovem o atendimento aos arts. 47 e 48.

§ 2º O pedido de que trata o pode ser feito concomitantemente com o pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro.

§ 3º A SRE tem 15 (quinze) dias úteis para a verificação de atendimento dos requisitos estabelecidos nos arts. 47 e 48, a contar da data do protocolo de todos os documentos necessários à comprovação do cumprimento do disposto nos arts. 47 e 48 ou do recebimento dos demonstrativos sobre o leilão de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro emitidos pela entidade administradora do mercado no qual o leilão foi realizado, conforme seja o caso.

§ 4º O prazo de que trata § 3º pode ser interrompido uma única vez, caso a SRE solicite ao requerente informações ou documentos adicionais, passando a fluir novo prazo a partir do cumprimento das exigências.

§ 5º O requerente tem 30 (trinta) dias úteis para cumprir as exigências formuladas pela SRE.

§ 6º Dentro do prazo estabelecido no § 3º, a SRE encaminhará à SEP o pedido de cancelamento de registro, manifestando-se sobre o atendimento dos requisitos estabelecidos nos arts. 47 e 48.

§ 7º A SEP tem 15 (quinze) dias úteis, contados do encerramento do prazo estabelecido no § 3º, para deferir ou indeferir o pedido de cancelamento.

§ 8º A ausência de manifestação da SEP no prazo mencionado no § 7º implica deferimento automático do pedido de cancelamento do registro do emissor.

§ 9º A inobservância do prazo mencionado no § 5º implica indeferimento automático do pedido de cancelamento.” (grifos nossos)

16. Conforme se verifica do dispositivo normativo acima, o cancelamento de registro de companhia na categoria A deve ser apresentado à SRE.

17. Tal pedido de cancelamento de registro pode, ainda, ser requerido concomitantemente com o pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro.

18. Além disso, o art. 50 da Instrução CVM 480 condiciona o cancelamento de registro ao atendimento aos requisitos previstos pelos artigos 47 e 48 da mesma Instrução, os quais se encontram transcritos abaixo:

“Art. 47. O cancelamento do registro na categoria B está condicionado à comprovação de uma das seguintes condições:

I – inexistência de valores mobiliários em circulação;

II – resgate dos valores mobiliários em circulação;

III – vencimento do prazo para pagamento dos valores mobiliários em circulação;

IV – anuência de todos os titulares dos valores mobiliários em circulação em relação ao cancelamento do registro; ou

V – qualquer combinação das hipóteses indicadas nos incisos anteriores, desde que alcançada a totalidade dos valores mobiliários.

§ 3º A hipótese do inciso IV do caput pode ser comprovada alternativamente por:

I – declaração do agente fiduciário, se houver;

II – declaração dos titulares de valores mobiliários atestando que estão cientes e concordam que, em razão do cancelamento do registro, os valores mobiliários do emissor não poderão mais ser negociados nos mercados regulamentados; ou

III – deliberação unânime em assembleia na qual a totalidade dos titulares de valores mobiliários esteja presente.

Art. 48. O cancelamento do registro na categoria A está condicionado à comprovação de que:

I – as condições do art. 47 foram atendidas em relação a todos os valores mobiliários, exceto ações e certificados de depósito de ações, que tenham sido distribuídos publicamente ou admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários; e

II – os requisitos da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro para negociação de ações no mercado foram atendidos, nos termos das normas específicas a respeito do assunto.(...)” (grifos nossos)

19. Conforme se verifica do art. 48 supra, o cancelamento do registro de companhia na categoria A, além de estar condicionado à comprovação de que os requisitos da OPA para cancelamento de registro foram cumpridos, está também condicionado à comprovação do atendimento às condições previstas pelo art. 47 da Instrução CVM 480.

20. Por sua vez, o referido art. 47 dispõe que, para se proceder com o cancelamento de registro de uma companhia, deve-se obter qualquer combinação das seguintes condições, desde que alcançada a totalidade dos valores mobiliários em circulação: (i) inexistência de valores mobiliários em circulação; (ii) realização prévia, ao cancelamento de seu registro, do resgate dos valores mobiliários em circulação; (iii) vencimento prévio ao cancelamento de registro do prazo para pagamento dos valores mobiliários em circulação; ou (iv) anuência de todos os titulares dos valores mobiliários em circulação em relação ao cancelamento do registro da companhia.

21. Da leitura dos dispositivos supramencionados, verifica-se que uma companhia aberta, para ter o seu registro cancelado junto à CVM, precisa observar uma das condições acima mencionadas com relação a todos os valores mobiliários de sua emissão em circulação, com exceção apenas das ações e dos certificados de depósito de ações, os quais receberão o devido tratamento por meio da OPA para cancelamento de registro.

22. Vale ressaltar que a regra contida no referido art. 47 se insere em normativo que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados (Instrução CVM 480), normativo esse que veio regulamentar atribuição dada à CVM por meio do art. 21 da Lei nº 6.385/76 (“Lei 6.385”), nos seguintes termos:

“Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19:

I - o registro para negociação na bolsa;

II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

§ 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.

(...)

§ 6º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando:

I - casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados;

II - informações e documentos que devam ser apresentados pela companhia para a obtenção do registro, e seu procedimento.

III - casos em que os valores mobiliários poderão ser negociados simultaneamente nos mercados de bolsa e de balcão, organizado ou não.”
(grifos nossos)

23. Verifica-se então que a Lei 6.385 trouxe a previsão de que a CVM mantenha o registro das companhias que desejem emitir valores mobiliários passíveis de serem negociados em bolsa ou em mercado de balcão, além de ter previsto também que a CVM regulamente os casos em que tais registros possam ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados.

24. Dessa forma, o art. 50 da Instrução CVM 480, juntamente com os artigos 47 e 48 da mesma Instrução, vieram dispor exatamente sobre os casos em que o registro em comento possa ser cancelado, e preveem, como vimos, que seja dado o devido tratamento a todos os valores mobiliários que estejam em circulação, seja comprovando o atendimento a um dos incisos I a V do art. 47, para os casos dos valores mobiliários que não sejam ações ou certificados de depósito de ações, os quais receberão o devido tratamento por meio da OPA para cancelamento de registro.

25. Isso porque, em sua essência, a norma em questão visa justamente evitar que remanesçam valores mobiliários em circulação de emissão de companhias que não estariam mais credenciadas a emití-los para negociação em mercados regulamentados.

26. Por todo o exposto, nota-se que, de fato, o cancelamento de registro de emissor de valores mobiliários junto à CVM é um ato que, espera-se, trará grandes efeitos aos grupos de interesse de uma companhia que antes era aberta, entre os quais se incluem os titulares de títulos de dívida de sua emissão admitidos à negociação em mercados regulamentados.

27. Nesse sentido, ainda, já foram realizados estudos científicos que buscaram identificar os benefícios de ser detentor de valores de mobiliários de uma companhia aberta em relação à uma companhia fechada, como por exemplo, em artigos publicados por Pagano *et all* (1998)[\[4\]](#), e por Mehran e Peristiani (2010)[\[5\]](#).

28. Conforme nota Pagano *et all* (1998), companhias abertas têm acesso a crédito mais barato, experimentando uma redução no custo do crédito depois de seu IPO e mais fontes de captação de recursos.

29. Para Pagano *et all* (1998), o custo de crédito mais baixo para uma companhia aberta teria origem na disponibilização de mais informações públicas associada com a listagem em bolsa ou ainda à melhora em seu poder de barganha dado o maior número de fontes de recursos advindos com a abertura de

capital.

30. No mesmo sentido, Mehran e Peristiani (2010), afirma que há uma percepção de que um dos principais benefícios de uma companhia aberta é o maior acesso aos mercados de emissão de dívidas e de ações.

31. Com isso, ratificamos que os requisitos previstos pelo art. 47 da Instrução CVM 480 têm por objetivo tutelar os potenciais efeitos adversos a que detentores de valores mobiliários em circulação de emissão de companhia aberta estariam expostos, ao exigir que seja dada uma solução adequada a tais títulos, para que possa haver o cancelamento de registro da referida companhia.

32. Especialmente no que tange aos títulos de dívida admitidos à negociação em mercados regulamentados, é visível o potencial prejuízo aos seus titulares, uma vez tendo sido emitidos por companhia aberta que decida, sem resgatar tais títulos, se tornar fechada, passando a ter menos informações disponíveis e possivelmente menos fontes de captação de recursos, podendo ensejar a desvalorização imediata dos mesmos, refletindo esse novo cenário.

33. Após termos verificado que a regulamentação aplicável não prevê exceção quanto aos valores mobiliários em circulação de emissão de companhia aberta a receberem tratamento quando do cancelamento de seu registro de emissor junto à CVM, além dos potenciais prejuízos que poderiam ser causados aos seus detentores, caso assim não fosse, analisaremos a argumentação apresentada pelos Recorrentes.

34. Em suma, os Recorrentes alegam que a própria regulamentação prevê que Letras Financeiras possam ser emitidas sem que seu emissor tenha registro de companhia aberta, sendo um contrassenso exigir que se dê a esses títulos o tratamento previsto no art. 47 da Instrução CVM 480, uma vez que os mesmos poderiam ser emitidos, da mesma forma, pela Companhia com seu registro cancelado.

35. Antes de enfrentarmos essa questão em si, cabe esclarecermos algumas características das Letras Financeiras, que são títulos de crédito nominativos, transferíveis e de livre negociação, de emissão exclusiva de instituições financeiras e que constituem promessa de pagamento em dinheiro.

36. Tais títulos foram criados por meio da Medida Provisória nº 472/09, convertida na Lei nº 12.249/10 (“Lei 12.249”), Lei essa que, em seu art. 39[6], conferiu à CVM competência para regular sua distribuição pública.

37. Posteriormente, o Conselho Monetário Nacional (“CMN”) emitiu a Resolução nº 4.123/12, consolidando e alterando normas sobre emissão de Letras Financeiras.

38. A CVM, por sua vez, editou a Instrução CVM nº 488/10 (“Instrução CVM 488”), que alterou as Instruções CVM nºs 400/03, 476/09 e 480/09, visando (i) à criação do Programa de Distribuição Contínua, (ii) à inclusão de normativo referente à distribuição pública de Letras Financeiras e, ainda, (iii) à previsão de dispensa de registro de emissor de valores mobiliários.

39. A partir de então, com as referidas alterações nos normativos supramencionados, tornou-se possível às instituições financeiras emitir Letras Financeiras por meio do Programa de Distribuição Contínua e por meio de oferta pública com esforços restritos, em observância à Instrução CVM nº 476/09 (“Instrução CVM 476”), mesmo sem terem o registro de companhia aberta junto à CVM.

40. Quanto à possibilidade de emissão de Letras Financeiras no âmbito do Programa de Distribuição Contínua, a Instrução CVM 480 prevê, em seu art. 7º, inciso VI, que o emissor esteja dispensado do registro de companhia aberta junto à CVM, devendo observar, para isso, o disposto no Anexo 7 – VI daquela Instrução, que prevê o conteúdo informacional a ser mantido pelo emissor de tais títulos.

41. Já no que se refere à possibilidade de emissão de Letras Financeiras no âmbito da Instrução CVM 476, também haveria a possibilidade de que o emissor não tenha o referido registro de companhia aberta, mas, uma vez que se tenha o registro em questão, há a possibilidade de que tais títulos sejam negociados entre investidores que não sejam qualificados, nos termos do § 1º do art. 15 daquela Instrução[7].

42. A despeito das possibilidades acima mencionadas (de emissão de Letras Financeiras sem que o emissor tenha registro de companhia aberta), cabe ressaltar que as modificações realizadas pela

Instrução CVM 488 não trouxeram qualquer alteração ao disposto no art. 47 da Instrução CVM 480.

43. Mais especificamente, não foi inserida exceção alguma quanto ao disposto naquele artigo no que tange à necessidade de comprovação de inexistência de valores mobiliários em circulação, anuência da totalidade dos titulares de tais valores mobiliários ou, ainda, já ter vencido o prazo de pagamento dos mesmos, para que uma companhia aberta possa cancelar o seu registro junto à CVM.

44. Além de a Instrução CVM 488 não inserir exceção ao art. 47 da Instrução CVM 480, conforme citado acima, aquela Instrução, pelo contrário, replicou a necessidade de comprovação das condições do art. 47 da Instrução CVM 480 para o caso de cancelamento de Programas de Distribuição Contínua, por meio da inserção do art. 13-E da Instrução CVM 400, nos termos abaixo:

“Art. 13-E - A emissora pode solicitar o cancelamento do Programa de Distribuição Contínua, a qualquer momento, desde que comprovado que cumpriu com as condições de cancelamento de registro aplicáveis a emissores registrados na categoria B.”

45. Em relação ao presente caso concreto, os seguintes valores mobiliários de emissão da Companhia encontram-se em circulação, além de suas ações preferenciais, as quais serão objeto da Oferta:

- (i) 400 Letras Financeiras da 3ª emissão distribuídas com registro, em observância à Instrução CVM 400, ao amparo do Programa de Distribuição Contínua, com valor nominal unitário de R\$ 300 mil, com vencimento em 29/05/2016;
- (ii) 500 Letras Financeiras da 1ª série da 4ª emissão distribuídas com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM 476, com valor nominal unitário de R\$ 200 mil e com vencimento em 18/09/2016; e
- (iii) 1.250 Letras Financeiras da 2ª série da 4ª emissão distribuídas com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM 476, com valor nominal unitário de R\$ 200 mil e com vencimento em 17/09/2017.

46. Conforme comentamos resumidamente no parágrafo 34 acima, em suas considerações, os Recorrentes alegam que não haveria prejuízo a investidores em caso de não se realizar quaisquer ações quanto às Letras Financeiras acima mencionadas em decorrência do cancelamento de registro da Companhia.

47. De forma a sustentar tal alegação, os Recorrentes argumentam resumidamente que: (i) os emissores de Letras Financeiras estão sujeitos a regime de divulgação de informações específico; e (ii) o art. 47 da Instrução CVM 480 seria inaplicável às Letras Financeiras.

48. Para sustentar tais argumentos, os Recorrentes ressaltam que os emissores de Letras Financeiras estão automaticamente dispensados de registro de emissor de valores mobiliários, conforme preceitua o inciso VI do art. 7º da Instrução CVM 480, desde que tais títulos sejam emitidos no âmbito de Programa de Distribuição Contínua, devendo ainda observar o disposto no Anexo 7 - VI daquela Instrução.

49. Cabe esclarecer que o referido Anexo 7 – VI da Instrução CVM 480 prevê determinadas regras a serem observadas pelos emissores de Letras Financeiras distribuídas no âmbito de Programa de Distribuição Contínua, nos seguintes termos:

“Art. 1º Os emissores de letras financeiras distribuídas no âmbito de Programa de Distribuição Contínua devem:

I - cumprir com as obrigações previstas nos arts. 13 a 19; 21, incisos I e II; 22; 23; 24, § 1º; e 31, inciso VI;

II - colocar e manter à disposição dos investidores, em sua página na rede mundial de computadores e em sua sede, as informações financeiras trimestrais e as demonstrações financeiras de final de exercício auditadas, relativas aos últimos 3 exercícios sociais e ao exercício social em curso, na mesma data da entrega ao Banco Central do Brasil; e

III - observar as disposições a respeito do dever de sigilo e as vedações à

negociação, conforme estabelecido nas normas específicas sobre divulgação de ato ou fato relevante emitidas pela CVM.”

50. Nada obstante, apesar de as emissões de Letras Financeiras distribuídas no âmbito de um Programa de Distribuição Contínua não requererem que seu emissor seja registrado junto à CVM como companhia aberta e, por conta disso, contarem com regime informacional próprio, previsto pelo dispositivo supra, ainda assim, em nosso entendimento, é relevante a mudança que pode ocorrer com a alteração na situação do referido emissor de companhia aberta para companhia fechada, o que pode gerar, mesmo com a manutenção da divulgação das informações requeridas pelo Anexo 7 – VI da Instrução CVM 480, efeito adverso sobre as Letras Financeiras em questão, gerando consequências negativas aos seus detentores.

51. Nesse sentido, a própria Companhia considerou a relevância de tal mudança social para seus credores detentores das Letras Financeiras das 2ª e 3ª emissões no próprio Prospecto da oferta de tais títulos, no qual estão previstos alguns eventos de revisão, cuja ocorrência levaria ao vencimento antecipado das referidas Letras Financeiras.

52. Tais eventos de revisão costumeiramente se aplicam na ocorrência de situações adversas com potencial de causar prejuízo aos detentores dos títulos ofertados, prevendo a possibilidade de ressarcimento a tais investidores, visando, dessa forma, protegê-los na ocorrência dessas situações, tornando a oferta em si mais atrativa para o mercado.

53. Dentre os eventos de revisão relacionados no Prospecto definitivo da oferta das 2ª e 3ª emissões de Letras Financeiras da Companhia (cópia de trechos daquele Prospecto às fls. 41 a 48 do presente Processo), distribuídas no âmbito do Programa de Distribuição Contínua, consta o seguinte: “*i) **caso o Emissor deixe de ser uma companhia aberta** e/ou ter seu balanço e suas demonstrações financeiras auditadas por empresa de auditoria, devidamente registrada na CVM e de renome internacional” (grifo nosso).*

54. Caso ocorra o referido evento de revisão, o Prospecto da oferta das Letras Financeiras em questão prevê que, “***deverá ser convocada, pelo Agente, em até 10 (dez) dias corridos, contados da data em que o Agente tomar conhecimento do evento, uma Assembleia de Credores referente a cada Emissão para deliberar sobre o não vencimento antecipado das Letras Financeiras de cada Emissão. O não vencimento antecipado das Letras Financeiras somente será aprovado, em primeira ou em segunda convocação, por titulares das Letras Financeiras representando, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) das Letras Financeiras em Circulação de cada Emissão.***” (grifo nosso)

55. Ou seja, até mesmo no âmbito da emissão das Letras Financeiras ao amparo do Programa de Distribuição Contínua a Companhia inseriu no Prospecto daquela oferta cláusula que tem por objetivo exercer tutela similar àquela prevista pela Instrução CVM 480, em seu art. 47, em linha com o nosso entendimento de que o cancelamento de registro de uma companhia aberta tem potencial efeito adverso para os detentores de títulos de sua emissão que estejam em circulação.

56. Voltando à alegação do Recorrente de que as Letras Financeiras possuem regime informacional próprio, não havendo prejuízo, por conta disso, caso a companhia que as emitiu deixe de ser aberta sem efetuar o resgate de tais títulos, cabe esclarecer que tal regime informacional só é exigido para as Letras Financeiras distribuídas no âmbito do Programa de Distribuição Contínua - PDC, e enquanto houver valores mobiliários em circulação distribuídos por meio do referido programa.

57. Portanto, no caso da Companhia, ressaltamos que após o vencimento das Letras Financeiras da 3ª emissão (única das emissões cujos títulos ainda se encontram em circulação e foram emitidos por meio de PDC), previsto para 29/05/2016, conforme detalhado no parágrafo 45 acima, não haveria mais a disponibilização das informações previstas pelo Anexo 7 – VI da Instrução CVM 480, restando prejudicada a tutela informacional para os detentores das demais Letras Financeiras de emissão da Companhia em circulação (1ª e 2ª séries da 4ª emissão), as quais foram distribuídas ao amparo da Instrução CVM 476 e vencem respectivamente em 18/09/2016 e 17/09/2017.

58. Ainda no tocante às duas séries distribuídas com esforços restritos, vale esclarecer que, pelo fato de a Companhia ter atualmente o registro de que trata o art. 21 da Lei 6.385, qual seja, o registro de

companhia aberta junto à CVM, as referidas Letras Financeiras encontram-se aptas a serem negociadas entre investidores que não sejam qualificados, conforme se depreende da leitura do art. 15 da Instrução CVM 476, transcrito abaixo:

“Art. 15. Os valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução só poderão ser negociados entre investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica.

§ 1º A restrição à negociação prevista no caput deixará de ser aplicável caso o emissor tenha ou venha a obter o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385 de 1976, exceto nos casos previstos nos §§ 3º a 6º deste artigo.” (grifos nossos)

59. Assim, tendo em vista que as referidas séries de Letras Financeiras de emissão da Companhia são listadas para negociação em mercado secundário na Cetip S.A., informação que consta do item 18.5 do último Formulário de Referência da Companhia (fls. 49 a 52), podendo ser atualmente negociadas entre investidores não qualificados, temos um cenário de potencial prejuízo aos detentores de tais títulos, caso viéssemos a concordar com o pleito dos Recorrentes.

60. Nesse cenário, em que a Companhia cancelaria o seu registro sem resgatar as Letras Financeiras em circulação, entendemos que tais investidores não qualificados repentinamente passariam a ser titulares de papéis que não poderiam sequer ter adquirido, caso a Companhia fosse fechada, além de poderem ficar desamparados quanto à negociação dos mesmos, que a nosso ver só poderia ocorrer junto a investidores qualificados, tendo em vista que a exceção prevista pelo § 1º do art. 15 da Instrução CVM 476 passaria a não se aplicar mais a tais títulos, o que representaria por si só uma perda de liquidez.

61. Voltando às alegações dos Recorrentes, os mesmos argumentam ainda que o art. 47 da Instrução CVM 480 não se aplicaria às Letras Financeiras, havendo, dessa forma, uma lacuna em tal artigo, por não explicitar a forma como foram colocados os valores mobiliários em circulação e por não considerar o regime próprio a que tais títulos estariam submetidos.

62. Assim, conforme visto em detalhes na seção “I. Alegações dos Recorrentes”, acima, em seu entendimento, a leitura correta para “valores mobiliários em circulação” em tal dispositivo seria “valores mobiliários em circulação que não as letras financeiras.”

63. A esse respeito, conforme já indicamos anteriormente por meio do Ofício nº 206/2015/CVM/SRE/GER-1 (fls. 15 a 18), encaminhado aos Recorrentes no âmbito do pedido de registro da Oferta, verifica-se que não há no art. 47 da Instrução CVM 480 quaisquer exceções quanto a valores mobiliários ou formas de sua colocação, no que tange ao tratamento a ser dado para que uma companhia possa cancelar o seu registro junto à CVM.

64. O que há, conforme já mencionamos no presente Memorando, é a exclusão das ações e certificados de depósitos de ações do tratamento previsto pelo referido dispositivo normativo, tendo em vista que tais valores mobiliários receberão o devido tratamento como consequência da OPA para cancelamento de registro.

65. Na opinião dos Recorrentes, o fato de as Letras Financeiras não estarem explicitamente excluídas da incidência do art. 47 da Instrução CVM 480 “*decorre do simples fato de a ICVM 480 ter sido editada anteriormente à própria criação da Letra Financeira, sendo impossível que fosse conferida à regra uma ressalva referente a um título, à época, inexistente*”.

66. Sobre esse ponto, conforme já relatamos no parágrafo 38 acima, a Instrução CVM 488 foi editada de forma a contemplar as Letras Financeiras e suas possibilidades de distribuição nas Instruções CVM 400, 476 e 480, conforme competência delegada à CVM por meio da Lei 12.249.

67. Assim, mesmo tendo a Instrução CVM 488 produzido alterações na Instrução CVM 480, tais alterações não contemplaram ressalvas ou exceções quanto à necessidade de comprovação de uma das condições previstas no art. 47 daquela Instrução em relação às Letras Financeiras.

68. Portanto, é razoável supor que, se a CVM considerasse que Letras Financeiras não deveriam ser tuteladas da forma prevista pelo art. 47 da Instrução CVM 480, explicitaria tal condição com a edição

da Instrução 488.

69. Ademais, além de não incluir exceção alguma com relação ao tratamento a ser dado às Letras Financeiras com a aplicação do art. 47 da Instrução CVM 480, a Instrução CVM 488 incluiu o art. 13-E na Instrução CVM 400, replicando, para os casos de cancelamento de Programa de Distribuição Contínua, as mesmas condições exigidas para companhias que desejem cancelar seu registro na categoria B junto à CVM, que seriam exatamente aquelas previstas pelo art. 47 da Instrução CVM 480, conforme já mencionamos no parágrafo 44 acima.

70. Dessa forma, contrariamente à interpretação dos Recorrentes, a nosso ver, a Instrução CVM 488, além de não excetuar as Letras Financeiras da observação ao disposto no art. 47 da Instrução CVM 480, vem reforçar tal necessidade, ao inserir a previsão de cumprimento dos requisitos ali presentes em situação de cancelamento de Programa de Distribuição Contínua.

71. Assim, se de forma explícita o art. 47 da Instrução CVM 480 deve ser observado em casos de cancelamento de Programa de Distribuição Contínua, havendo valores mobiliários em circulação emitidos ao seu amparo, é razoável e proporcional assumir que o referido dispositivo também deva ser observado em casos de cancelamento de registro de companhia, para todos os valores mobiliários de sua emissão em circulação.

72. Diante de todo o exposto, ratificamos nosso entendimento de que o art. 47 da Instrução CVM 480 deve ser observado no tocante às Letras Financeiras de emissão da Companhia para que a mesma possa dar seguimento ao procedimento de cancelamento de seu registro de emissor de valores mobiliários junto à CVM.

VI. Conclusão

73. Por todo o acima exposto, propomos a manutenção da exigência 2.1.5, conforme comunicada por meio dos Ofícios nºs 158 e 206/2015/CVM/SRE/GER-1 e o encaminhamento do presente recurso ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando nosso entendimento de que as Letras Financeiras em circulação de emissão do Banco Daycoval S.A. são valores mobiliários sujeitos à observância do art. 47 da Instrução CVM 480.

74. Dessa forma, o cancelamento de registro da companhia, sem prejuízo da necessidade de observação dos procedimentos de OPA previstos na Instrução CVM 361, fica condicionado à: (i) inexistência de valores mobiliários em circulação; (ii) resgate dos valores mobiliários em circulação; (iii) vencimento do prazo para pagamento dos valores mobiliários em circulação; (iv) anuência de todos os titulares dos valores mobiliários em circulação em relação ao cancelamento do registro; ou (v) qualquer combinação das hipóteses anteriores, desde que alcançada a totalidade dos valores mobiliários, nos termos do disposto no art. 47 da Instrução CVM 480.

Atenciosamente,

(assinado eletronicamente por)
GUSTAVO LUCHESE UNFER
Analista GER-1

(assinado eletronicamente por)
RAUL DE CAMPOS CORDEIRO
Gerente de Registros 1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

(assinado eletronicamente por)
DOV RAWET
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

[1] Instrução CVM 480 (artigos 47 e 48):

Art. 47. O cancelamento do registro na categoria B está condicionado à comprovação de uma das seguintes condições:

I – inexistência de valores mobiliários em circulação;

II – resgate dos valores mobiliários em circulação;

III – vencimento do prazo para pagamento dos valores mobiliários em circulação;

IV – anuência de todos os titulares dos valores mobiliários em circulação em relação ao cancelamento do registro; ou

V – qualquer combinação das hipóteses indicadas nos incisos anteriores, desde que alcançada a totalidade dos valores mobiliários.

(...)

Art. 48. O cancelamento do registro na categoria A está condicionado à comprovação de que:

I – as condições do art. 47 foram atendidas em relação a todos os valores mobiliários, exceto ações e certificados de depósito de ações, que tenham sido distribuídos publicamente ou admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários;

[2] Confirma-se, a esse respeito, o disposto no Edital de Audiência Pública nº 08/10: “Tanto instituições já registradas como emissores de valores mobiliários quanto não registradas poderão solicitar o registro de um PDC. Instituições já registradas como emissores de valores mobiliários, tanto na categoria A quanto na categoria B, não estarão sujeitas a nenhuma obrigação adicional em relação àquelas que já cumprem normalmente por conta de seu registro. Emissores não registrados terão um regime informacional próprio”.

[3] As Letras Financeiras foram criadas pela Lei nº 12.249/2010, que resultou da conversão da Medida Provisória nº 472, de 15 de dezembro de 2009. A ICVM 480, a seu turno, foi editada em 7 de dezembro de 2009.

[4] Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. Why do Companies go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, v. 8, n. 1, 1998.

[5] Mehran, H., Peristiani, S. Financial visibility and the decision to go private. *The review of financial studies*, v. 23 n. 2, 2010.

[6] Lei 12.249 - Art. 39. A distribuição pública de Letra Financeira observará o disposto pela Comissão de Valores Mobiliários.

[7] Art. 15. Os valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução só poderão ser negociados entre investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica.

§ 1º A restrição à negociação prevista no caput deixará de ser aplicável caso o emissor tenha ou venha a obter o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385 de 1976, exceto nos casos previstos nos §§ 3º a 6º deste artigo.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Analista**, em 11/12/2015, às 15:06, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 11/12/2015, às 15:20, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 11/12/2015, às 16:16, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0061616** e o código CRC **998F9A8C**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0061616 and the "Código CRC" 998F9A8C.
