PRE-016/19.
Rio de Janeiro, 10 de junho de 2019.

Ilmo Sr.
Dr. Marcelo Santos Barbosa
Presidente
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro
20159-900 - Rio de Janeiro - RJ
att. audpublicaSDM0219@cvm.gov.br

Ref.: Reforma da ICVM 361

Prezados Senhores,

Inicialmente, gostaríamos de parabenizar a CVM por submeter à audiência pública reforma da ICVM 361 que regula o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta.

Comentários da Abrasca:

I. Comentários ao item 2.4 do edital de Audiência Pública

O item 2.4. do Edital de Audiência Pública SDM no 02/2019 propõe que a Instrução CVM no 361, de 05 de março de 2002 ("Instrução CVM no 361/02") preveja expressamente que, quando da realização de uma única Oferta Pública de Aquisição - OPA unificada visando a mais de uma finalidade, todas as alternativas de pagamento ofertadas satisfaçam simultaneamente os requisitos de todas as modalidades de OPA que se pretende aglutinar.

Tal entendimento encontra-se conforme decisão adotada pela maioria dos membros do Colegiado da CVM em reunião de 08 de agosto de 2018[1] ("Precedente Elekeiroz"), citado pela Superintendência de Registros de Valores Mobiliários - SRE no Memorando no 68/2018-CVM/SRE/GER-1, de 10 de setembro de 2018 ("Memorando SRE").

Entendemos, porém, que este não é o tratamento mais adequado a ser dispensado à matéria. Para que possamos melhor avaliar os efeitos práticos dessa alternativa regulatória, recorreremos a um exemplo teórico.

Suponhamos que o controle acionário de uma determinada companhia aberta, que não preveja em seu estatuto social qualquer regramento específico às condições de preço em ofertas públicas por alienação de controle ("OPA 254-A"), tenha o seu controle acionário alienado mediante o pagamento, por ação do antigo controlador, de R$10,00 à vista e até R$5,00 adicionais, caso determinados eventos futuros e incertos venham a ser implementados ("Parcela Variável").

Seguindo estritamente o disposto no artigo 254-A da Lei das S.A., os acionistas destinatários da OPA 254-A fariam jus a uma oferta cuja condição de preço mínimo deveria ser equivalente a 80% do valor pago por ação pertencente ao alienante do controle acionário, isto é, R$8,00 à vista, acrescidos de até R$4,00 decorrentes da Parcela Variável.

Caso o adquirente do controle acionário, ofertante da OPA 254-A, deseje cumular esta oferta com uma OPA para cancelamento de registro ("OPA CR"), deverá apurar o preço justo das ações mediante laudo de avaliação, o qual, para fins desse exemplo, indicaremos como sendo o valor mínimo de R$11,00.

Assim, quando analisadas isoladamente, (a) a OPA 254-A deveria oferecer como contrapartida R$8,00 à vista acrescidos de uma Parcela Variável de até R$4,00; enquanto que (b) a OPA CR deveria oferecer a contrapartida mínima de R$11,00 à vista.

Nesse cenário, a condição ofertada na OPA 254-A poderia alcançar o valor máximo de R$12,00 por ação, a depender da realização de determinados eventos futuros incertos, sendo, portanto, um preço superior aos R$11,00 indicados como "justo" para fins da OPA CR. Por outro lado, o preço à vista devido na OPA 254-A (i.e. R$8,00) é inferior ao preço "justo" da OPA CR (i.e. R$11,00).

Seguindo o racional trazido pelo Precedente Elekeiroz, em um cenário de OPA unificada, mesmo havendo mais de uma alternativa de pagamento, nenhuma destas poderia resultar em uma contrapartida inferior a R$11,00.

Ou seja, o ofertante não seria autorizado a ofertar uma alternativa de preço que seguisse estritamente as condições devidas nos termos da alienação de controle, mesmo que haja uma segunda alternativa que ofertasse o valor "justo" da ação (porém sem a potencial variação positiva da Parcela Variável). Em outras palavras, a alternativa que siga o preço devido nos termos do artigo 254-A deveria ser ajustada para prever, ainda que em momento futuro (e.g. quando da verificação das condições da Parcela Variável), que o preço final resultante não seja inferior a R$11,00 atualizados desde a data do leilão da OPA.

Devemos concordar que, em cenários onde é oferecida somente uma opção de pagamento no âmbito de OPA unificada que vise atender tanto à alienação de controle quanto o cancelamento de registro, os acionistas aceitantes não poderiam receber, em qualquer hipótese, valor inferior ao "justo" apurado segundo avaliação independente.

Porém, quando se tratar de OPA unificada onde sejam oferecidas duas ou mais opções de preço e, evidentemente, uma das alternativas assegure o preço "justo" da OPA CR, não vemos razão para que a opção que pretenda seguir estritamente a contrapartida devida nos termos do artigo 254-A não possa resultar em um valor inferior ao preço "justo", caso a Parcela Variável não venha a ser realizada.

Isso porque, como bem observou o então Diretor Relator Gustavo Borba em sua declaração de voto divergente no âmbito do Precedente Elekeiroz, a combinação das modalidades de OPA não deveria assegurar uma espécie de hedge para aquele acionista que optar pelo critério do valor da alienação de controle[2].

Mesmo entendimento é compartilhado por Paulo Eduardo Penna, que em comentários sobre o mesmo Precedente Elekeiroz traz as seguintes referências ao parágrafo 2º do artigo 34 da Instrução CVM no 361/02, que norteia os princípios a serem adotados em OPAs unificadas.

> "O §2º do art. 34 [da Instrução CVM no 361/02] estabelece que o ofertante pode formular uma OPA única desde que não haja prejuízo para os destinatários da oferta. Na medida em que são oferecidas duas opções, acompanhadas, naturalmente, de todas as informações pertinentes para a tomada de uma decisão refletida, não haverá qualquer prejuízo aos minoritários. Caso um minoritário opte por vender suas ações de acordo com a sistemática da OPA por alienação de controle e o earn-out não venha a se confirmar, não nos parece que seria correto afirmar que ele foi prejudicado pela unificação das ofertas, posto que a escolha pela venda dentro daquela sistemática coube a ele. No mais, nessa situação o controlador alienante também terá recebido o mesmo valor por ação pago ao minoritário, acrescido do sobrevalor admitido pelo art. 254-A. (...) O objetivo do §2º do art. 34, como sua redação deixa claro, é o de evitar que os minoritários venham a ser prejudicados por conta da unificação das ofertas, e não o de assegurar necessariamente o melhor das duas (ou mais) ofertas."[3]

Em resumo, qualquer OPA unificada que vise a atender à finalidade de cancelamento de registro deverá ter ao menos uma alternativa que assegure aos seus destinatários o recebimento do preço justo com base em laudo de avaliação, mas poderia prever, em nosso entendimento, outras alternativas que não assegurem este valor "justo" mínimo, desde que fundamentado e coerente com a situação fática.

Assim, caberia exclusivamente ao destinatário da oferta decidir entre uma opção com o potencial de lhe assegurar um valor superior ao valor "justo" (em virtude da Parcela Variável que lhe expõe a riscos mais elevados), ou uma opção que se limite ao recebimento do valor "justo" (sem que isso signifique maior exposição a riscos). E isso não importa, a nosso ver, em qualquer incompatibilidade com o regime de preservação de melhor interesse dos destinatários de OPA preceituado pelo parágrafo 2º do artigo 34 da Instrução CVM no 361/02, apenas confere ao investidor a faculdade de decidir quanto à sua exposição aos riscos do investimento.

Dito isso, há um argumento complementar trazido pela Memorando SRE, ainda no contexto do Precedente Elekeiroz, que entendemos merecer melhor aprofundamento. Segundo o entendimento da SRE:

> "[P]ara que se possa compatibilizar os procedimentos das modalidades de OPA para cancelamento de registro e por alienação de controle, não haveria como permitir que o quórum de sucesso da OPA para cancelamento de registro seja contabilizado por ações alienadas em OPA unificada abaixo do preço justo, sob pena de não se observar os requisitos constantes do § 4º do art. 4º da LSA e do inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361.
>
> (...)

> [Q]uando se incorpora uma OPA para cancelamento de registro a ser realizada conjuntamente com uma OPA por alienação de controle, faz-se necessário que quaisquer preços oferecidos no âmbito de tal OPA unificada observem os requisitos de ambas as ofertas, ou seja, se pela perspectiva da OPA por alienação de controle bastaria que um dos preços replicasse no mínimo 80% daquilo que foi negociado junto ao antigo controlador , pela ótica da OPA para cancelamento de registro, o quórum de sucesso só poderia ser contabilizado por ações alienadas a preço considerado como justo, de modo que, no cenário de unificação das referidas modalidades de OPA, quaisquer preços ofertados devem ser considerados no mínimo como justos."

Propomos uma interpretação diversa sobre este ponto, embora reconheçamos que algumas salvaguardas adicionais se façam necessárias.

Não vemos como prejudicial que o quórum de aceitação da OPA CR inclua ações alienadas seguindo estritamente o valor devido nos termos do artigo 254-A da Lei das S.A., ainda que em valor inferior ao "justo".

Isso porque (i) o preço fixado com base em laudo, denominado "preço justo" esteve disponível para ser aceita, não sendo eleita pelo acionista como alternativa preferencial; e (ii) porque a tutela do cancelamento de registro não deve distinguir os aceitantes da OPA 254-A dos aceitantes da OPA CR; isso porque não deve fazer diferença qual OPA foi aceita, mas sim que o acionista decidiu alienar sua participação, sendo satisfatória a escolha feita tendo por base uma expectativa no longo prazo de receber preço superior ao próprio "valor justo" da OPA CR.

Em adição, mesmo os acionistas que manifestem expressa concordância com o cancelamento de registro, mas que optem por não alienar as suas ações, deverão ser contabilizados para fins do mesmo quórum de sucesso.

Porém, devemos reconhecer que, aqueles acionistas que não tenham aceitado os termos oferecidos na OPA e que sejam compelidos a permanecer em uma companhia fechada tenham, ao menos quando do eventual resgate compulsório de que trata o parágrafo 5º do artigo 4º da Lei das S.A. (squeeze-out), assegurado o direito a receber, no mínimo, o valor "justo" das ações.

Feitas estas considerações, e compreendidas as razões pelas quais entendemos ser necessária uma alternativa regulatória diversa daquela indicada pelo Colegiado da CVM e pela SRE, chamamos a atenção para alguns dos efeitos negativos decorrentes do atual tratamento dispensado à matéria:

> (a) seria possível, especialmente em companhias listadas no Novo Mercado da B3 (em razão do *tag-along* majorado), que os acionistas minoritários venham a receber um valor significativamente superior àquele pago ao alienante do controle acionário;
>
> (b) em razão da possibilidade de ocorrência do cenário "a" acima, os adquirentes do controle acionário teriam maior dificuldade em precificar as alternativas de aquisição

e, por essa razão, poderiam ofertar valores totais inferiores, reduzindo os ganhos potenciais que poderiam ser alcançados com a Parcela Variável; e

(c) elevação do risco em aquisições de controle de companhias expostas a elevadas contingências passivas, onde tendem a ser significantes a estipulação de mecanismos de earn-out.

Ante o exposto, entendemos que a presente Audiência Pública é uma excelente oportunidade para reavaliar o tratamento dado a este tema e regular a matéria de forma a atender preocupações legítimas dos participantes de mercado.

Para tanto, sugerimos dois ajustes pontuais à Instrução CVM no 361/02, cuja redação base será apresentada ao final:

(a) Acréscimo do parágrafo 3º ao artigo 25-A, de modo a assegurar que, mesmo quando a OPA unificada tenha ofertado mais de uma alternativa de preço, que o pagamento do resgate de que trata o parágrafo 5º do artigo 4º da Lei das S.A. (squeeze-out) seja realizado por alternativa que assegure ao acionista o recebimento do preço "justo" determinado nos termos do parágrafo 4º do artigo 4º da Lei das S.A.; e

(b) Acréscimo do parágrafo 3º ao artigo 34, de modo a prever a possibilidade de que OPA unificadas prevejam alternativas de preços que atendam, cada qual, a modalidades distintas de OPA a que se pretenda aglutinar, sem que haja a obrigatoriedade de que todas as modalidades de preço atendam simultaneamente aos requisitos mínimos das modalidades de OPA unificadas.

II. Sugestões de alterações à Instrução CVM no 361/02

Novo parágrafo 3º ao artigo 25-A da Instrução CVM no 361/02:

Art. 25-A (...) § 3º. Na hipótese de OPA unificada que tenha resultado no cancelamento de registro da companhia objeto, e na qual tenha sido ofertada mais de uma alternativa de preço, o pagamento do resgate de que trata o §5º do art. 4º da Lei 6.404/76 somente poderá ser realizado com base em alternativa que atenda ao requisito mínimo de preço justo estabelecido na forma do §5º do art. 4º da Lei 6.404/76.

Novo parágrafo 3º ao artigo 34 da Instrução CVM no 361/02:

Na hipótese do § 2º, a OPA que vier a apresentar mais de uma alternativa de pagamento poderá prever que cada alternativa de pagamento atenda a apenas uma das modalidades de OPA a que se pretenda unificar, contanto que haja alternativas de preço suficientes para o atendimento de todas as modalidades de OPA a que se pretenda unificar.

III. Temas adicionais para serem estudados

Em benefício do aprofundamento das propostas e ideias de aprimoramento da ICVM 361 recebidas das associadas da Abrasca, inclusive com a necessária produção das sugestões de redação que contemplem as alterações, seria importante contarmos com um **prazo adicional de 30 dias** pelo que solicitamos a dilatação do prazo de entrega dessa segunda parte das sugestões das companhias emissoras, **para 10 de julho próximo**.

Abaixo apontamos algumas das questões que, na visão da Abrasca, deveriam entrar em uma reforma mais ampla da ICVM 361 e que estarão aprofundadas nesta segunda parte das sugestões:

- Dispensa de publicação dos editais e aditamentos em jornais de grande circulação;

- Revisão dos prazos regulamentares para ofertas públicas de aquisição.

- Exclusão do §7º do Art. 12 da IN CVM 361, que prevê que "*Em se tratando de OPA para aquisição do controle, o ofertante não poderá elevar o preço no leilão caso tenha sido publicado edital ou solicitado registro de OPA para aquisição de controle concorrente*". A CVM já se manifestou pela sua não aplicação na OPA da Eletropaulo (Ofício 113/2018 SER/GER-1) e, além disso, a sua manutenção ficará contraditória com a proposta da audiência pública de eliminar a possibilidade de interferência compradora nas OPAs para aquisição de controle;

- Desnecessidade que o edital já divulgue a data do leilão, o que demanda prévio alinhamento com B3, expondo a OPA ao conhecimento prévio de mais um participante do mercado e sua respectiva equipe, facilitando o vazamento da informação;

- Possibilitar que na data do leilão as partes possam apresentar envelope fechado e, ainda, a possibilidade de concorrer em viva voz caso a diferença de preços seja menor que 5% (regra semelhante aos leilões de privatizações);

- Flexibilização das regras de desistência em caso de ofertas concorrentes;

- Revisão do termo inicial para a OPA por aumento de participação (posição acionária de 2000) uma vez que já se passaram quase 20 anos desse marco e dificilmente as companhias conseguem acessar os registros das posições da época para fazer o cálculo, muitas companhias já tiveram seus controles societários alterados, etc.

- Alterar o critério do limite de ações que podem ser adquiridas por acionista controlador até que seja necessário o lançamento de OPA por aumento de participação, de quantidade de ações para percentual de ações em circulação (tal como previsto nos regulamentos de segmentos especiais de listagem da B3), permitindo ajustar tal limite conforme a alteração da distribuição da base acionária entre o acionista controlador e o mercado em geral. Alternativamente, positivação da fórmula de cálculo do limite de ações que podem ser adquiridas por acionista controlador até que seja necessário o lançamento de OPA por aumento de participação, estabelecida no MEMO/SRE/GER-1/Nº 43/2011 ("Fórmula OPA AP"), com (i) indicação de que o ajuste de tal limite é automático, sem necessidade de acionamento constante da CVM, ficando o acionista controlador responsável pelos documentos e informações evidenciando eventuais atualizações, devendo apresentá-los quando solicitado pela CVM; e (ii) inclusão na Fórmula OPA AP de alienações realizadas

pelo acionista controlador, ainda que sem a realização de oferta pública de distribuição, para ajuste da referida fórmula, uma vez que, ainda que não materiais, tais alienações aumentam a parcela das ações em circulação, não havendo motivo para excluí-las do cálculo da Fórmula OPA AP.

- Considerar a aplicação da OPA por aumento de participação somente a companhias que não estejam sujeitas a limites mínimos de *free float* estabelecidos nos regulamentos de listagem dos segmentos especiais da B3, os quais já garantiriam a liquidez das ações dessas companhias, afastando o risco de haver um "fechamento branco de capital", receio por trás da obrigatoriedade de lançamento dessa modalidade de OPA.

- A criação de uma "*OPA Especial por float reduzido*" utilizando-se como parâmetro a previsão do § 5º do art. 4º da LSA, que prevê que se de uma OPA obrigatória remanescer menos 5% das ações em circulação o controlador pode resgatar os acionistas remanescentes. Neste caso o controlador poderia fazer uma OPA "voluntária", porém, simplificada, sem a necessidade de laudo ou instituição financeira de intermediação, para comprar os minoritários de uma companhia com *float* reduzido e possivelmente com pouca liquidez.

Sendo o que nos cabia no momento, agradecemos mais uma vez a possibilidade de participar das iniciativas de aprimoramento das regras do mercado de capitais brasileiro.

Atenciosamente,

Alfried K. Plöger
Presidente do Conselho
ABRASCA – Associação Brasileira das Cias Abertas

---

[1] Decisão proferida no âmbito dos Processos CVM nos 19957.007244/2018-80, 19957.007245/2018-24 e 19957.007246/2018-79, referente a Pedidos de Adiamento de Prazo de Convocação de Assembleia Geral Especial da Elekeiroz S.A.

[2] Conforme manifestado pelo então Diretor Gustavo Borba, em voto vencido proferido na reunião do Colegiado de 08 de agosto de 2018, "a compatibilização dos procedimentos dessas ofertas públicas, com a preservação dos interesses dos destinatários, deve-se dar por meio da opção entre um dos dois valores, não se garantindo, s.m.j, um sistema híbrido (espécie de hedge) para aquele que optar pelo critério do valor da alienação de controle".

[3] PAULO EDUARDO PENNA. "Preço por Ações na Oferta Pública por Alienação de Controle de Companhia Aberta". In: Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Volume III. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018. p. 463.