



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 02/19 – Processo CVM SEI nº 19957.007933/2018-94

Objeto: Alterações na Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, que dispõe sobre as ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões enviadas na Audiência Pública SDM nº 02/2019, que recebeu comentários do público entre os dias 10 de maio e 10 de junho de 2019.

A audiência teve como objeto Minuta de instrução (“Minuta”) que envolveu quatro possíveis ajustes à Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, que dispõe sobre as ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas (“OPA”).

O primeiro desses ajustes se referiu à submissão das OPAs por aumento de participação aos limites de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15, **caput**, da Instrução CVM 361. O segundo, à aplicação do mesmo limite à OPA formulada para saída de segmento especial de listagem mantido por entidade administradora de mercados organizados. O terceiro envolveu a eliminação da possibilidade de interferências em casos em que há ofertas públicas concorrentes. Por fim, o quarto ajuste se relaciona ao entendimento da CVM a respeito do preço ofertado quando uma única OPA é formulada com intuito de atender a mais de uma das finalidades da Instrução CVM 361.

Além desses pontos específicos, a audiência pública também buscou reunir comentários sobre a Instrução CVM 361 como um todo, com vistas a uma futura revisão de caráter mais amplo.

As manifestações recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores¹, razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida.

¹ http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0219.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de instrução. Do mesmo modo, também foram registradas, apesar da ausência de comentários específicos sobre elas neste relatório, as sugestões voltadas à futura reforma da Instrução CVM 361, que transcendem os quatro ajustes pontuais mencionados acima.

Para apresentar as sugestões recebidas, este relatório está organizado da seguinte forma:

Sumário

1. Participantes da audiência pública	3
2. Comentários à Minuta	3
2.1. Aplicação dos limites de 1/3 e 2/3 às OPAs por aumento de participação	3
2.2. Aplicação dos limites de 1/3 e 2/3 às OPAs para saída de segmentos especiais	6
2.3. Eliminação da possibilidade de interferência nos leilões de OPA para aquisição de controle	8
2.4. Preço em OPAs unificadas	11
2.5. Sugestões adicionais	16



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) Associação Brasileira das Companhias Abertas (“ABRASCA”); (ii) Associação de Investidores no Mercado de Capitais (“AMEC”); (iii) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (“ANBIMA”); (iv) B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”); (v) Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr e Quiroga Advogados (“Mattos Filho”); (vi) Siqueira Castro Advogados (“Siqueira Castro”); (vii) Stocche Forbes Advogados (“Stocche Forbes”); e (viii) Trindade Sociedade de Advogados (“Trindade Advogados”).

2. Comentários à Minuta

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

A Minuta propôs excluir da regra do art. 15 da Instrução CVM 361 as OPAs por aumento de participação e, em paralelo, alterar o § 3º do art. 10 da mesma norma, produzindo com isso os seguintes dois efeitos.

De um lado, nas OPAs por aumento de participação, os acionistas controladores ficariam obrigados a adquirir ações ofertadas ainda que elas representem mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação. Sem o ajuste proposto, i.e., nas condições atuais, acionistas controladores só podem adquirir mais de 1/3 das ações em circulação se houver adesão à OPA por mais de 2/3 das ações em circulação.

De outro lado, o ofertante ficaria obrigado a adquirir ações de quem as quisesse vender nos 3 meses subsequentes ao leilão caso a soma (1) das ações adquiridas antes da OPA e que tornaram essa obrigatória com (2) as ações alienadas na OPA por aumento de participação alcancem 2/3 das ações em circulação.

O objetivo desta proposta foi mitigar o risco de que os acionistas titulares das ações objeto da oferta fossem pressionados a vender suas ações, movidos pelo receio da menor liquidez que as ações remanescentes viessem a ter após a oferta.

B3, Siqueira Castro e Stocche Forbes foram expressamente favoráveis às mudanças tais quais



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

apresentadas.

Trindade Advogados também foi a favor da exclusão das OPAs por aumento de participação da “regra de 1/3 – 2/3”, tendo em vista que o pressuposto para que aquela oferta seja realizada é a ocorrência de um “impedimento de liquidez”, nos termos do art. 4º, § 6º, da Lei nº 6.404, de 1976.

Na visão do participante, a “regra de 1/3 – 2/3” não parece condizente com o pressuposto da incidência da OPA e ainda poderia trazer prejuízo aos destinatários dessa oferta, na medida em que os obrigaria a eventualmente ratear as ações alienadas, permanecendo em uma companhia emissora de ações que supostamente perderam sua liquidez.

Todavia, Trindade Advogados foi contrário à obrigatoriedade de aquisição de ações pelo ofertante quando ultrapassado o limite de 2/3. Seu entendimento é de que esta regra resulta de uma preocupação com a liquidez das ações remanescentes, mas isso iria de encontro à própria premissa da obrigatoriedade da oferta: ou bem terá havido um impedimento de liquidez que torne a oferta devida ou ainda haverá liquidez a ser preservada.

Trindade Advogados destaca adicionalmente que, ainda que se quisesse manter a obrigação de aquisição de ações por parte dos ofertantes, seria necessário evitar a insegurança jurídica causada pelo uso de uma base de cálculo distinta para fins do patamar de 2/3. Isso porque, enquanto o art. 10, § 2º, utiliza como base a “quantidade de ações em circulação que constituem objeto da OPA”, a alteração proposta faz referência a outra base: o total de ações em circulação antes do momento em que a OPA por aumento de participação tornou-se devida.

A combinação de frações calculadas sobre bases distintas traria dúvidas, especialmente por se tratar de matéria em relação à qual já predominam diversas incertezas práticas, como é o caso do cômputo da quantidade de ações em circulação sobre a qual se deva calcular a fração de 1/3 que torna obrigatória a OPA por aumento de participação. A sugestão do participante é que não se promovam alterações adicionais ao dispositivo ou que se unifiquem as bases de cálculo referidas.

ANBIMA também comentou a questão da base de cálculo, propondo uma redação com objetivo de esclarecer que a soma das duas quantidades de ações acima referidas – sobre a qual o percentual de 2/3 incidirá – deva considerar o total de ações em circulação utilizado na verificação da necessidade de lançamento da OPA.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Divergindo dos demais participantes, AMEC foi contrária às mudanças previstas na Minuta. Na percepção deste participante, a ideia de trazer para a OPA por aumento de participação a solução já empregada para as hipóteses de cancelamento de registro – a “**put**” de 3 meses para os acionistas que não aceitarem a oferta – é original e, em primeira análise, poderia mitigar o risco de que a decisão dos acionistas seja movida pela pressão resultante do risco de futura falta de liquidez.

Todavia, tal solução criaria novo problema ao viabilizar um caminho para um “fechamento branco de capital”, afastando a incidência das cláusulas protetivas do art. 16, II, da Instrução CVM 361. O controlador interessado em adquirir a totalidade das ações poderia fazê-lo sem observar o “poder de veto” dos minoritários, tornando letra morta a proteção regulamentar aos investidores nos casos de cancelamento de registro.

O limite de 1/3 previsto no art. 15 da Instrução CVM 361 foi previsto para mitigar o risco da falta de liquidez das ações após uma oferta, assegurando que ao menos 2/3 das ações permanecerão em circulação se a oferta não tiver sucesso. Assim, os destinatários se tornam menos vulneráveis a situações conhecidas como problemas de “ação coletiva”, em que a conduta racional do ponto de vista individual (venda de ações pelo receio de que outros acionistas também venham a aliená-las reduzindo a liquidez) não leva a um desfecho ideal quando considerado o resultado coletivo das várias decisões individuais.

Como é comum com medidas que buscam abordar problemas de ação coletiva, a Instrução CVM 361 restringe a liberdade individual, forçando os destinatários da oferta a agir de modo coeso. Naturalmente, dado que esses destinatários não possuem interesses homogêneos, essa opção da norma implica custos a alguns deles, notadamente a perda da possibilidade de realizar transações economicamente eficientes, i.e., de vender ações por um preço que julgam adequado a um ofertante que se dispõe a pagar esse preço.

Contudo, nos termos da norma atualmente em vigor, essa restrição alcança até mesmo os casos em que um acionista controlador fez aquisições que reduziram sensivelmente a liquidez das ações, o que pode implicar custos individuais significativos para os acionistas. Note-se que os acionistas impedidos de se desfazer de suas ações nesse novo cenário alienando ações na OPA por aumento de participação podem inclusive representar a maioria do capital remanescente em circulação, uma vez



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

que o impedimento em questão só cessará se eles perfizerem 2/3 das ações remanescentes em circulação.

Ademais, a norma em vigor não apenas submete acionistas minoritários a restrições dessa ordem, como potencialmente estende um benefício inadequado ao ofertante, que nada obstante tenha comprometido a liquidez das ações, se exime de cumprir na íntegra o dever previsto no art. 4º, § 6º, da Lei 6.404 e realizar uma oferta pela totalidade das ações remanescentes no mercado.

Com relação ao ponto suscitado pela AMEC sobre a possibilidade de acionistas com participação expressiva potencialmente impedirem um fechamento de capital, deve-se notar que: (i) o quórum de sucesso das ofertas para cancelamento de registro permanece inalterado; e (ii) os interesses de tais acionistas precisam ser ponderados em conjunto com os interesses daqueles que desejam desfazer-se de suas participações após um evento de perda de liquidez das ações. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

Adicionalmente, em linha com a proposta apresentada por Trindade Advogados, foi suprimida a alteração cogitada para o art. 10, § 3º. Tal dispositivo buscava preservar a liquidez das ações remanescentes, o que não se compatibiliza com o pressuposto da OPA por aumento de participação, que é justamente a ocorrência de um evento impeditivo de liquidez.

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

A Minuta previu a exclusão da regra do art. 15 da Instrução 361 das OPAs formuladas para retirada de valores mobiliários de negociação em mercados organizados e para saída de segmento especial de listagem mantido por entidade administradora de mercados organizados.

B3, Siqueira Castro e Stocche Forbes manifestaram-se favoravelmente à alteração proposta pela CVM, sem apresentar sugestões de aprimoramentos adicionais.

ANBIMA também expressou apoio à modificação e, adicionalmente, sugeriu incorporar ao art. 15 os ajustes previstos no item 35 do Ofício-Circular/CVM/SRE nº 02/19, relativos à determinação do número de ações em circulação sobre o qual o limite de 1/3 é calculado. Como descrito em tal ofício, esses ajustes espelham interpretação do Colegiado sobre o art. 37 da Instrução



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

CVM nº 361 e compreendem acréscimos e decréscimos do número de ações em circulação em função de aumentos e reduções de capital, conversões, ofertas públicas, resgates etc. Mattos Filho também trouxe considerações similares às da ANBIMA.

Frise-se, porém, que tanto ANBIMA quanto Mattos Filho propuseram ajustes adicionais aos que atualmente estão previstos no Ofício-Circular/CVM/SRE nº 02/19. ANBIMA sugere que o cálculo de ações em circulação considere (i) possibilidade de ações que eram do grupo de controle deixarem de ser, em razão, por exemplo, de rescisão de acordo de acionistas; e (ii) desdobramentos e agrupamentos.

Mattos Filho, por seu turno, propõe previsões com o seguinte sentido: (i) equiparar às aquisições feitas pela companhia aquelas feitas por membros do conselho de administração; (ii) refletir eventuais desdobramentos e agrupamentos ocorridos; e (iii) retirar do cômputo das ações em circulação aquelas subscritas por controlador ou pessoa vinculada, inclusive eventuais sobras em virtude de não exercício de direito de preferência. O participante destaca que a CVM já teria adotado esses posicionamentos em casos concretos, mas observadores externos só teriam como tomar conhecimento disso após recorrer à leitura de diversos precedentes.

Novamente divergindo dos demais participantes, a AMEC foi contrária às mudanças propostas na Minuta. Na visão do participante, a dispensa de requisitos de OPA é e deveria continuar a ser excepcional, ao invés de ser transformada em regra. Isso seria ainda mais verdadeiro no contexto posterior às alterações no regulamento de listagem do Novo Mercado em 2017. Até então, a decisão de saída de segmento especial era objeto unicamente de deliberação em assembleia geral, tornando-se o leilão unicamente um evento de liquidez para os acionistas minoritários.

Após as mudanças, a saída de nível passou a depender não só da decisão da assembleia como da aceitação da oferta por pelo menos 1/3 das ações em circulação. Diante da importância do resultado do leilão para o desfecho da saída de nível, torna-se novamente premente proteger os investidores de quaisquer pressões para que tomem suas decisões.

Como destacado no Edital de Audiência Pública, desde a edição da Instrução CVM 361, a CVM, por solicitação do ofertante, afastou a aplicação do art. 15 em todas as OPAs para saída de segmento especial de listagem. Manter em regra uma restrição que na prática vem sendo seguidamente dispensada perpetua um aparente descompasso entre a norma e a realidade que ela se propõe a regular,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

dificultando aos agentes do mercado assimilar o conjunto de obrigações que efetivamente lhes são impostas.

Em relação ao argumento da AMEC de que haveria uma pressão sobre os destinatários da OPA, de fato é possível que o receio de perda de liquidez exerça influência sobre uma decisão dos investidores que, idealmente, deveria considerar apenas o preço oferecido e a potencial saída de nível.

No entanto, a saída de segmento de listagem é um evento com implicações relevantes sobre a governança da companhia e os direitos dos acionistas. Por essa razão, justifica-se resguardar a prerrogativa de alienação completa de suas ações por todos os acionistas que assim o desejarem.

Quanto à incorporação à norma das orientações constantes em ofício circular editado pela SRE, conforme propostas de ANBIMA e Mattos Filho, a CVM considera que tal medida implicaria uma mudança extensa e complexa do texto normativo, com potencial prejuízo à clareza que atualmente o ofício circular propicia.

Desse modo, tais sugestões não foram acolhidas.

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

A Minuta propôs excluir a possibilidade de interferência compradora nas OPAs para aquisição de controle, além de estabelecer que a concorrência entre potenciais interessados em adquirir o controle de companhias abertas se dê somente por meio do lançamento de ofertas concorrentes.

ANBIMA e B3 concordaram a proposta.

Trindade Advogados foi contrário à proposta, sob o argumento de que, apesar do ganho de previsibilidade que as mudanças trariam, a possibilidade de interferência no leilão tem o potencial de ocasionar um aumento do preço, no melhor interesse dos destinatários da oferta. Na visão do participante, a alteração proposta ao art. 12 da Instrução CVM 361 estaria engessando disputas pelo controle de companhias, ao invés de incentivá-las.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Stocche Forbes também se posicionou contrariamente à proposta. O participante considera que a revisão normativa em estudo não estaria exprimindo o procedimento construído no processo 19957.003818/2018-41.

Para refletir o entendimento do Colegiado naquele caso e nortear casos futuros, a norma deveria prever que as OPAs concorrentes para aquisição de controle fossem regidas por procedimento com as seguintes características, em resumo: (i) realização de leilão conjunto unificado; (ii) restrições ao prazo de antecedência de lançamento de OPA e de elevação de preço; (iii) possibilidade de interferência compradora em leilão conjunto, desde que comprovado o atendimento ao art. 7º, § 4º, da Instrução 361; e (iv) possibilidade de ofertante elevar preço no leilão, caso tenha divulgado sua intenção de interferir na OPA.

Alternativamente, Stocche Forbes sugere ajuste no art. 12, § 7º, para esclarecer que a elevação de preço no leilão da OPA para aquisição de controle, caso tenha sido publicado edital ou solicitado registro de OPA concorrente, somente deve ser vedada em caso de não unificação do leilão.

A sugestão alternativa proposta por Stocche Forbes é similar à apresentada por Siqueira Castro. Este último participante pondera que a possibilidade de interferência sem que os concorrentes não interferentes sejam capazes de elevar os preços ofertados não promove a eficiência de mercado, sendo na verdade um privilégio a concorrentes retardatários, que ocultam sua intenção de participação, em prejuízo da transparência de informações no processo. No entanto, não enxerga que a resposta a essa questão seja limitar a interferência, mas sim permitir que ofertantes possam elevar seus preços, caso haja interferência compradora.

AMEC também é contra as mudanças propostas. Embora reconheça que o fim de interferências compradoras possa simplificar o processo, a AMEC pondera que o histórico recente de casos está longe de exaurir as possibilidades de OPA para aquisição de controle.

Exemplificativamente, destaca a situação em que, para acionistas com participações diferentes no capital social, ofertas que visem uma mesma quantidade de ações podem ou não representar uma OPA para aquisição de controle: neste cenário a OPA concorrente ficaria prejudicada, podendo haver disputas apenas em caso de interferências, que seriam vedadas, pela proposta da CVM.

Como solução intermediária, propõe que a norma passe a expressamente prever o poder



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

discricionário da CVM de dispensar a possibilidade de interferência, como parte do rol de possibilidades do art. 13-A. Assim, a CVM teria como avaliar a questão à luz de cada caso concreto.

Mattos Filho também propõe que a CVM e os ofertantes considerem em cada caso, nos limites do art. 13-A, o melhor procedimento para o leilão em caso de OPA para aquisição de controle. Tal abordagem seria preferível à vedação absoluta ao aumento de preço hoje existente, especialmente nos casos em que a diferença entre os preços dos concorrentes seja pequena.

A CVM reconhece que a possibilidade de interferências compradoras contribui para elevar o preço ofertado, em benefício dos investidores, em um cenário no qual efetivamente exista uma OPA com disputa entre o ofertante e terceiros. Entretanto, na ausência de regras claras e com tratamento equitativo entre todos os agentes envolvidos, tal oferta pode não existir.

Nesse sentido, é importante ter em mente que ofertas concorrentes para aquisição de controle de sociedades anônimas podem diferir entre si por atributos que não são diretamente comparáveis em termos objetivos, de modo a permitir competição no âmbito de um leilão. Por exemplo, ofertas podem envolver pagamento à vista ou a prazo, em dinheiro ou valores mobiliários etc.

A dinâmica de concorrência por meio de sucessivos editais permite enfrentar complexidades deste tipo e, ao mesmo tempo, também permite uma disputa competitiva de preços, nos casos em que as ofertas concorrentes essencialmente se resumam a uma dimensão financeira. Não foram identificadas razões para assumir que a possível elevação de preço que viesse a ocorrer por meio de interferências no leilão não pudesse igualmente ocorrer na dinâmica proposta na Minuta.

Também é válido destacar que, nos termos do art. 13-A, a CVM pode determinar a realização de leilão conjunto, fixando suas regras, havendo assim a possibilidade de assegurar um desfecho por meio de procedimentos em ambiente de bolsa com elevações de preço, se essa vier a se mostrar a solução mais adequada no caso concreto.

Especificamente em relação à sugestão de Stocche Forbes, convém ressaltar que a Minuta não se propôs a reproduzir as diretrizes definidas no julgamento do processo 19957.003818/2018-



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

41, que considerou as peculiaridades do caso em questão e as normas então vigentes. De fato, a experiência desse caso ressaltou a importância dos ajustes propostos na Minuta.

Portanto, as sugestões não foram acatadas.

2.4. Preço em OPAs unificadas

A Minuta propôs incluir um novo § 3º ao art. 34 Instrução CVM 361. Tal dispositivo prevê que a realização de uma OPA única visando a mais de uma das finalidades previstas naquela instrução requer que a OPA seja formulada a um preço que satisfaça simultaneamente os requisitos de todas as modalidades de OPA que se pretende aglutinar, sem prejuízo da possibilidade de o ofertante incluir mais de uma opção de pagamento.

B3 foi favorável à proposta, sem considerações adicionais. AMEC também foi favorável e acrescentou que não apenas o preço, mas o procedimento a ser seguido nas ofertas unificadas deveria ser o mais completo e adequado, incluindo o somatório de todos os direitos dos acionistas minoritários em cada modalidade da oferta. O participante sugeriu um ajuste ao § 3º proposto de modo a prevenir dúvidas a esse respeito.

Sem se posicionar de modo favorável ou contrário à proposta como um todo, ANBIMA observou apenas que as OPAs voluntárias, por sua própria natureza, não deveriam estar sujeitas às regras de preço aplicáveis às demais ofertas. Na oferta voluntária, o ofertante deveria poder decidir livremente as condições da oferta. ANBIMA pontuou, ainda, que mesmo as ofertas para saída de segmento especial de negociação, consideradas voluntárias, os regulamentos dos segmentos estabelecem regras próprias para disciplinar tais ofertas.

ABRASCA, Stocche Forbes e Mattos Filho foram contrários à proposta.

ABRASCA discordou do posicionamento recente da CVM em decisão de 08.08.2018 (“Precedente Elekeiroz”) que a Minuta busca refletir. O participante ilustra seu ponto de vista com um exemplo hipotético de uma companhia que tenha tido seu controle acionário alienado por R\$15 por ação, sendo R\$10 à vista e R\$5 em parcela sujeita a eventos futuros e incertos. Por força do art. 254-A da Lei 6.404, isso ensejaria obrigação de realização de oferta por R\$12, sendo R\$8 à vista e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

R\$4 referentes a eventos futuros e incertos. Caso o ofertante desejasse cumular tal oferta com uma oferta para cancelamento de registro, ele deveria apurar o preço justo, o que, para os fins do exemplo, se supôs ser R\$11 por ação.

ABRASCA reconhece que, em cenários nos quais apenas uma opção de pagamento fosse apresentada, o preço não poderia ser inferior ao preço justo. Contudo, seria desejável que os ofertantes pudessem oferecer duas alternativas, sendo uma delas potencialmente inferior ao valor justo, desde que atendendo as exigências legais referentes ao valor da oferta de venda de controle. No exemplo indicado, os investidores poderiam escolher entre R\$11 ou R\$8 à vista, eventualmente complementados por outros R\$4, a depender dos eventos futuros e incertos.

O participante não considera que isso seja incompatível com o regime de preservação do melhor interesse dos destinatários da oferta. Corroborando posição defendida em voto divergente da maioria no Precedente Elekeiroz, ABRASCA sustenta que a combinação das modalidades de OPA não deveria assegurar uma espécie de **hedge** para o acionista que optar pelo critério do valor da alienação de controle.

Adicionalmente, antecipando-se a argumento suscitado por ocasião do Precedente Elekeiroz, ABRASCA pontua não ver prejuízo em o quórum de aceitação de OPA para cancelamento de registro incluir ações alienadas pelo valor devido nos termos do art. 254-A da Lei 6.404, ainda que inferior ao “justo”. Afinal: (i) o preço “justo” esteve disponível para ser aceito e não foi escolhido pelos investidores como opção preferencial; (ii) não deve fazer diferença qual oferta foi aceita, mas sim que o acionista decidiu alienar sua participação, tendo por base perspectiva de receber no longo prazo valor superior ao “justo”.

ABRASCA pondera, todavia, que acionistas que não tenham aceitado termos oferecidos na OPA e venham a ser submetidos a resgate compulsório, na forma do art. 4º, § 5º, da Lei 6.404/76, recebam, no mínimo, o valor justo das ações.

A adotar-se esse critério, seriam evitados, na visão da participante, os seguintes potenciais efeitos negativos: (i) acionistas minoritários poderiam receber valores significativamente maiores que os pagos ao alienante do controle acionário; (ii) adquirentes do controle acionário teriam maior dificuldade em precificar alternativas de aquisição, levando a ofertas inferiores pela redução de ganhos potenciais com parcelas variáveis; e (iii) aquisições de controle em companhias expostas a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

contingências passivas seriam mais arriscadas.

Segundo Stocche Forbes, a Minuta não está lastreada nas exigências da Lei 6.404 e pode, por razões substancialmente iguais às trazidas pela ABRASCA, acarretar desequilíbrios nos casos de cumulação de ofertas de cancelamento de registro e alienação de controle. Para tais situações, na visão do participante, o natural, quanto à compatibilização de procedimentos, é justamente assegurar aos destinatários da OPA duas opções de pagamentos distintas.

Do mesmo modo, Mattos Filho sugere previsão de que o ofertante possa incluir múltiplas opções de pagamento, de modo a atender aos requisitos de todas as ofertas unificadas. Isso evitaria a situação já mencionada em que, no contexto de alienação de controle acionário e cancelamento de registro, minoritários recebessem significativamente mais que os controladores, em virtude de preço superior apurado em laudo de avaliação.

Trindade Advogados propõe que a unificação de ofertas por alienação de controle e cancelamento de registro sejam tratadas expressamente na norma, com objetivo de equiparar o preço pactuado no negócio de alienação de controle ao preço justo previsto na Lei 6.404. Nos termos do art. 4º, § 4º, o preço justo pode ser apurado com observância de “outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários”.

Tal equiparação seria adequada porque o preço da alienação de controle em geral: (i) é negociado entre partes independentes (ii) considera uma série de elementos relativos à atividade empresarial; e (iii) abrange um prêmio sobre o valor de mercado das ações não necessariamente capturado por um laudo de avaliação.

Isto contribuiria para redução dos custos da OPA para cancelamento de registro e não prejudicaria os destinatários da oferta, que poderiam continuar a se valer do mecanismo previsto no art. 4º-A da Lei 6.404, i.e., a possibilidade de nova avaliação, que confirme ou corrija o preço original.

Em relação às críticas apresentadas por ABRASCA, Stocche Forbes e Mattos Filho, trata-se de reiteração de argumentos já apresentados e superados por ocasião da análise do Precedente Elekeiroz.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Conforme decisão do Colegiado em 08.08.2018, a unificação de ofertas prevista no art. 34, § 2º, da Instrução 361 pressupõe que a oferta a ser realizada seja capaz de atingir as finalidades que, a princípio, deveriam ser atingidas pelas ofertas específicas que foram unificadas.

A unificação, ademais, requer a compatibilização de procedimentos das ofertas abarcadas (aspecto formal), mas não se resume a isso. Como o que resulta da unificação é efetivamente uma oferta única – e não apenas um procedimento comum para dar curso a duas ofertas distintas em paralelo – também é necessário que os requisitos substanciais dessas ofertas sejam atendidos na oferta a se realizar, de modo que não se acarretem prejuízos aos destinatários dessa oferta.

Como o Colegiado veio a ratificar em decisão posterior sobre o mesmo caso, em 19.06.2019, o acionista que aliena suas ações em OPA unificada não o faz apenas para uma das modalidades de oferta, mas para todas as modalidades nela reunidas. Assim, o preço ofertado deve cumulativamente satisfazer às condições impostas por cada uma dessas modalidades. Abrir mão do preenchimento cumulativo dessas condições de preço implicaria admitir um preço menor aos destinatários da oferta. E, como visto, a ausência desse prejuízo é um dos requisitos para que a unificação seja possível.

No caso específico da combinação de OPA em decorrência de alienação de controle e OPA para cancelamento de registro, estar-se-ia admitindo que um alienante em OPA de alienação de controle não recebesse o valor proporcional ao recebido pelo acionista controlador ou que um alienante em OPA para cancelamento de registro viesse a receber valor inferior ao justo.

O contra-argumento enfatizado por diversos participantes – o de que as ofertas só chegariam a algum desses possíveis desfechos em decorrência da opção dos próprios investidores – desconsidera que as ofertas se sujeitam a disposições legais cuja aplicabilidade não cessa em função apenas da avaliação dos destinatários da oferta sobre a conveniência do preço envolvido.

Por exemplo: no caso de uma oferta para cancelamento de registro, o laudo de avaliação é um componente essencial e vinculante do processo de apuração do preço justo, e não pode ser afastado ainda que, em tese, titulares de ações suficientes para formar o quórum de sucesso da OPA concordassem de antemão em dispensá-lo. Ou ainda: o preço de uma oferta por alienação de controle não pode ser inferior ao mínimo estabelecido no art. 254-A da Lei 6.404 ou no estatuto



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

social, mesmo se teoricamente os acionistas estivessem dispostos a aceitar valor menor previamente sinalizado pelo ofertante.

Analogamente, tampouco é possível dispensar as exigências de preço das ofertas de cancelamento de registro e alienação de controle apenas tendo em conta que ambas estiveram disponíveis aos acionistas para que escolhessem aquela de sua preferência.

Quanto às dificuldades apontadas pelos participantes na estruturação de alienações de controle com parcelas variáveis, trata-se de complexidades inerentes à adoção desse modelo de transação, tipicamente voltado a companhias fechadas e mais apropriado a esse tipo de companhias do que às abertas. Uma vez que se pretenda combinar a OPA em decorrência dessa alienação de controle com a OPA para cancelamento de registro, não há como relativizar as exigências impostas pela Lei 6.404 para quaisquer dessas modalidades de oferta.

Em relação ao ajuste sugerido por AMEC, a CVM não o considerou necessário, tendo em vista que a redação atual do dispositivo já produz o efeito desejado pelo participante.

No tocante à sugestão apresentada por Trindade Advogados, a CVM concorda que o preço por ação praticado em transação do controle acionário com parte independente tende a refletir o preço justo. Uma evolução normativa para refletir tal percepção é natural e deve ser mantida em consideração pela CVM.

Todavia, tal mudança seria bastante relevante e dependeria da definição de parâmetros sensíveis, como eventuais ajustes ao conceito de partes independentes para esse fim e o quão recente uma transação precisa ser para que ainda possa ser utilizada como referencial do preço justo da ação. Na visão da CVM, tais ajustes demandam maior interação com outros participantes do mercado e, por isso, serão considerados no contexto da futura revisão mais ampla da Instrução CVM 361.

Por todo o exposto, as sugestões não foram acolhidas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.5. Sugestões adicionais

ABRASCA propõe, dentre outros, os seguintes temas para serem considerados na futura revisão da Instrução 361:

- a) dispensa de publicação de editais e aditamentos em jornais;
- b) dispensa da regra prevista no art. 12, § 7º, que restringe a possibilidade de o ofertante elevar o preço no leilão em casos de OPA para aquisição de controle;
- c) desnecessidade de publicação de edital de OPA com previsão da data de leilão, o que demanda alinhamento prévio com terceiros e assim eleva o risco de vazamento da informação;
- d) possibilidade de partes concorrentes em leilão apresentarem ofertas em envelope fechado e, se a diferença entre as propostas for pequena, concorrerem em viva voz;
- e) flexibilização das regras de desistência em caso de ofertas concorrentes;
- f) revisão do termo inicial para verificação do aumento de participação para fins de OPA, tendo em vista já terem decorrido quase 20 anos desde a data prevista na norma; e
- g) criação de uma categoria especial e simplificada de OPA quando, após uma oferta original, remanescerem em circulação ações representativas de parcela pequena do capital social.

Em relação às duas primeiras sugestões acima, destaca-se que Mattos Filho trouxe comentários de teor similar. Quanto à primeira delas, especificamente, Stocche Forbes também se posicionou no mesmo sentido.

Adicionalmente, ABRASCA propõe também a revisão dos prazos regulamentares para OPAs, tendo ainda ANBIMA, AMEC, Mattos Filho e Trindade Advogados apresentado comentários sobre o mesmo tema.

ABRASCA e Trindade Advogados sugerem uma revisão da fórmula atualmente empregada



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

para cálculo da quantidade de ações em circulação para fins de incidência da obrigação de realização de OPA por aumento de participação. Após tal revisão, propõem que a fórmula seja incorporada à norma. Stocche Forbes também destaca complexidades e a necessidade de simplificação dos quóruns envolvidos na OPA por aumento de participação.

Ainda sobre OPA por aumento de participação, ABRASCA e Trindade Advogados sugerem limitar sua aplicação às companhias que não estejam sujeitas aos limites mínimos de **free float** estabelecidos nos regulamentos de listagem de segmentos especiais.

ANBIMA apresenta as seguintes sugestões, resumidamente:

- a) eliminação da possibilidade de interferência em todos os tipos de OPAs, além das voltadas à aquisição de controle acionário;
- b) possibilidade de lançamento de OPA para cancelamento de registro por acionista que não seja controlador de companhia aberta, por exemplo, por meio da cumulação de tal oferta com a própria oferta para aquisição de controle;
- c) possibilidade de utilização de material publicitário pré-aprovado;
- d) compatibilização com a Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, no tocante às exceções à vedação para negociação de valores mobiliários e à distribuição de material de análise de investimento; e
- e) harmonização com a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, no que tange ao controle de posições acionárias detidas pelos investidores.

AMEC traz à apreciação da CVM os seguintes comentários:

- a) em ofertas de permuta envolvendo valores mobiliários de natureza distinta daqueles detidos pelos investidores, o ofertante deveria ser obrigado a oferecer alternativa de recebimento em dinheiro; e
- b) supressão do art. 2º, § 3º, da Instrução 361, para previnir interpretação que tem levado à



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

incidência de imposto sobre ganho de capital em operações de ofertas públicas por investidores estrangeiros.

Mattos Filho, além das considerações já mencionadas, sugere o seguinte, em resumo:

- a) restringir a incidência da Instrução 361 a companhias abertas com ações listadas em bolsa de valores;
- b) alinhar a definição de pessoa vinculada a precedentes da CVM e esclarecer a admissibilidade de prova em sentido contrário às presunções da norma;
- c) esclarecer que bancos de investimento podem atuar como intermediários em OPAs;
- d) suprimir a menção à publicação do edital como uma das possíveis condutas do ofertante nos casos em que a intenção de realização da oferta escape ao seu controle;
- e) harmonizar o procedimento do pedido de confidencialidade de informações com outras regras que tratam do tema, notadamente após as modificações trazidas pela Instrução CVM nº 604, 13 de dezembro de 2018;
- f) esclarecer que apenas o acionista que já seja controlador no momento do lançamento da OPA é obrigado a prestar as declarações por meio das quais estende eventual diferença a maior entre o preço de venda e o preço de nova OPA ou recesso no prazo de 1 ano;
- g) remover a inconsistência entre o art. 10 e o art. 13, § 1º, no que tange a declarações a serem prestadas pelo ofertante;
- h) esclarecer sobre qual preço de oferta deve ser computado o acréscimo de 5%, no caso de existirem múltiplas ofertas concorrentes;
- i) prever que o acionista possa ratificar sua aceitação a uma OPA anterior ainda que seja lançada uma oferta concorrente posterior; e
- j) delimitar o prazo de disponibilidade do pagamento do resgate, na hipótese do art. 4º, §5º,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

da Lei 6.404, findo o qual haverá prescrição do direito do acionista em recebe-lo.

Stocche Forbes, por seu turno, apresenta os comentários resumidos abaixo:

- a) nos casos de OPA por alienação de controle, a definição de “período da OPA” deveria ter marcos temporais específicos, dado que muitas vezes essas transações sujeitam-se a condições precedentes que levam tempo até se materializarem; e
- b) OPAs envolvendo ações de companhias em recuperação ou falência deveriam contar com regras próprias, pois há alta probabilidade de que as demonstrações financeiras dessas companhias (que servem de base para a produção de laudo de avaliação) contenham opinião modificada ou abstenção de opinião.

Dentre as sugestões recebidas, a CVM optou por, excepcionalmente, implantar desde logo a dispensa de publicação de editais em jornais de grande circulação, tendo em vista a edição da Medida Provisória 892, de 5 de agosto de 2019.

Quanto às demais contribuições, como mencionado anteriormente, a CVM não irá se posicionar sobre elas no momento, porém irá considerá-las em proposta futura de revisão da Instrução 361.

Rio de Janeiro, 3 de dezembro de 2019.

(Original assinado por)

ANTONIO BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado