



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 34/2017-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 08 de junho de 2017.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: OPA por aumento de participação de ações ordinárias de Gerdau S.A. - Processo CVM nº 19957.2501/2017-14

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações (“OPA” ou “Oferta”) por aumento de participação de Gerdau S.A. (“Companhia ou “Gerdau”), tendo como objeto ações ordinárias, mediante permuta por ações preferenciais de sua emissão, com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361”).
2. A Oferta será intermediada pelo Bradesco BBI e a Ofertante será a Metalúrgica Gerdau S.A., controladora direta da Companhia e titular de 483.922.176 ações ordinárias e 169.447.907 ações preferenciais de sua emissão, representativas de respectivamente 84,4% e 14,8% do total das ações dessas espécies, as quais em conjunto equivalem a 38% do capital social de Gerdau.
3. O procedimento diferenciado requerido consiste na dispensa de observância aos limites de 1/3 e 2/3 de ações em circulação de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361[1].
4. Cabe ressaltar que, com base em tal dispositivo, todas as OPA formuladas pelo acionista controlador ou pela própria companhia, com exceção da OPA por alienação de controle, que seja aceita por titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, por espécie e classe, deverão se limitar a adquirir até 1/3 de tais ações.
5. Ocorre que quando se trata de uma OPA por aumento de participação, o referido limite de 1/3 já fora ultrapassado anteriormente, o que, inclusive, ensejou a necessidade de se realizar a OPA em questão, de modo que só haveria a possibilidade de se adquirir ações no âmbito de tal oferta, caso a mesma fosse aceita por titulares de pelo menos 2/3 das ações em circulação da espécie e classe cuja liquidez foi afetada.
6. Diante dessa limitação, e com vistas a permitir que todos os acionistas que desejarem alienar suas ações na OPA possam fazê-lo, é que a Ofertante pleiteia a dispensa em tela.
7. Antes de analisarmos o pleito da Ofertante, o que será feito na seção “III. Nossas Considerações” do presente Memorando, descreveremos, na próxima seção, as principais características da Oferta, bem como, na seção seguinte, as alegações apresentadas pela Ofertante para justificar o seu pleito.

I. Características da Oferta

8. Primeiramente, cabe destacar que até o final de 2014, o BNDES Participações S.A. (“BNDESPAR”) era titular de 34.209.522 ações ordinárias de emissão da Companhia e de uma opção de venda destas ações, exercível contra a Ofertante. Em 28 de novembro de 2014, o BNDESPAR comunicou à Ofertante sua decisão de exercer sua opção de venda.

9. Nesse contexto, o Banco BTG Pactual S.A. (“Banco BTG”) assumiu a obrigação da Ofertante de adquirir as ações ordinárias detidas pelo BNDESPAR. Em contrapartida, a Ofertante e o Banco BTG celebraram um contrato de *total return swap*, tendo, ainda, sido outorgado ao Banco BTG uma opção de venda que lhe permitia vender à Ofertante as 34.209.522 ações ordinárias que detinha por um valor em dinheiro atrelado ao preço médio daquelas ações na BM&FBovespa S.A. (“Opção de Venda”).

10. Posteriormente, nos termos do Fato Relevante divulgado em 08/03/2017 (documento 0295105), a Ofertante decidiu realizar uma permuta de ações com o Banco BTG. Tal operação resultou na troca das 34.209.522 ações ordinárias de titularidade do Banco BTG, as quais estavam atreladas ao *total return swap*, por 33.358.668 ações preferenciais, resultando numa relação de troca de 1 ação ordinária para 0,9751 ação preferencial de emissão da Companhia, o que resultou na extinção do referido contrato de *total return swap* e dos demais contratos correlatos àquela operação.

11. Como resultado da referida operação de permuta, a Ofertante adquiriu quantidade de ações ordinárias de emissão da Companhia que resultou na ultrapassagem do limite de 1/3 de ações em circulação de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, o que ensejou a necessidade de realização da presente Oferta.

12. A OPA é destinada a cerca de 93 mil acionistas, que representariam a totalidade dos titulares de ações ordinárias em circulação, sendo proposta pela Ofertante, como forma de pagamento para cada ação ordinária, permuta por uma ação preferencial de emissão da Companhia.

13. A relação de permuta ofertada é considerada “justa” pela Ofertante, na forma estabelecida no § 4º do art. 4º da Lei Nº 6.404/76 (“LSA”) e no inciso I do art. 16 da Instrução CVM 361, uma vez que está dentro do intervalo valores obtido por meio do laudo de avaliação da OPA, elaborado nos termos do § 1º do art. 8º da Instrução CVM 361 (“Laudo de Avaliação”).

14. Para elaboração do Laudo de Avaliação da Companhia, a Ofertante contratou o Bradesco BBI S.A., que empregou as seguintes metodologias, em atendimento ao item XII do Anexo III da Instrução CVM 361:

(i) valor patrimonial por ação em 31/12/2016, resultando no valor de R\$ 14,07 por ação;

(ii) valor econômico de R\$ 14,24 por ação com base no método de fluxo de caixa descontado;

(iii) preço médio ponderado de cotação, nas negociações realizadas na BM&FBovespa, das ações preferenciais e ordinárias, nos 12 meses imediatamente anteriores à data de publicação do primeiro Fato Relevante da Oferta, resultando em R\$ 8,20 por ação;

(iv) preço médio ponderado de cotação das ações preferenciais e ordinárias entre a data de publicação do primeiro Fato Relevante da Oferta e a data de divulgação do Laudo de Avaliação, resultando em R\$ 12,07 por ação;

(v) transações precedentes envolvendo relação de troca entre ações preferenciais e ordinárias, resultando em uma relação de permuta de 1,05 ações preferenciais para cada ação ordinária em migrações de companhias selecionadas ao segmento especial de listagem denominado Novo Mercado da BM&FBovespa; e

(vi) ofertas públicas subsequentes de determinadas companhias com duas espécies de ações, resultando em uma relação de permuta de 0,98 ações preferenciais para cada ação ordinária.

15. Por se tratar de uma OPA cujo objeto é a permuta de ações de emissão da mesma companhia, o avaliador entendeu que os critérios (v) e (vi) são os mais adequados para o presente caso, resultando, portanto, em uma relação de permuta considerada adequada pelo avaliador no intervalo entre 0,98 e 1,05 ações preferenciais para cada ação ordinária objeto da Oferta.

16. Ademais, a Ofertante ressaltou que a relação de permuta escolhida para a OPA (de uma ação preferencial para cada ação ordinária), além de estar inserida no intervalo obtido por meio do Laudo de Avaliação, representa um prêmio de 37,8% para os detentores de ações ordinárias que aderirem à Oferta, considerando o preço médio de cotação das ações preferenciais e ordinárias de emissão da Companhia nos últimos doze meses anteriormente ao Fato Relevante de 08/03/2017, respectivamente de R\$ 13,25 e R\$ 9,61.

17. Em relação à garantia de liquidação financeira da OPA, conforme preceitua o § 4º do art. 7º da Instrução CVM 361, está previsto na minuta do Edital da Oferta que:

“a Instituição Intermediária garantirá a liquidação financeira do Leilão e o pagamento do preço de compra. Sendo assim, em caso de inadimplemento da obrigação de entrega de Ações Preferenciais pela Ofertante, a Instituição Intermediária pagará, em moeda corrente nacional, aos Acionistas Habilitados o montante equivalente ao maior valor entre: (i) a

cotação de fechamento das Ações Preferenciais no dia útil anterior à Data do Leilão; ou (ii) o valor obtido para as Ações Preferenciais por meio do Laudo de Avaliação com base no critério do fluxo de caixa descontado de R\$ 14,24 (quatorze reais e vinte e quatro centavos) por ação.”

18. Vale ressaltar ainda que a Ofertante incluiu na minuta de Edital da Oferta uma seção que descreve os “Fatores de Risco Relacionados à distribuição das ações preferenciais” a serem entreguem em permuta, observando, portanto, os termos da Decisão do Colegiado da CVM de 02/05/2012, no âmbito dos Processos CVM nºs RJ-2012-995 e RJ-2012-1267 (OPA de permuta para cancelamento de registro de TAM S.A. com adoção de procedimento diferenciado e oferta de BDR LAN), na qual foi autorizada:

“a dispensa de elaboração de prospecto para os BDR LAN no caso concreto, e em futuras OPA de permuta com valores mobiliários, desde que observadas as características constantes da presente oferta (que o registro da companhia emissora dos valores mobiliários ofertados em permuta esteja devidamente atualizado junto à CVM, o que inclui a disponibilização de seu formulário de referência, e que o edital da OPA disponha sobre os riscos da oferta de distribuição). (grifos nossos)

II. Alegações da Ofertante

19. Conforme já adiantamos acima, o procedimento diferenciado requerido consiste na dispensa de observância aos limites de 1/3 e 2/3 de ações em circulação de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, ou seja, a Ofertante, caso tal procedimento seja autorizado pela CVM, poderá adquirir de forma incondicional todas as ações ordinárias aderentes à OPA, independente de haver a aceitação por titulares de pelo menos 2/3 das referidas ações.

20. Com vistas ao sucesso de seu pleito, o Ofertante apresentou os seguintes argumentos (documento 0247227):

“4.2. Possibilidade de aquisição de ações caso a adesão à OPA seja inferior a 2/3 das ações em circulação (artigo 15)

Nos termos do artigo 37, §1º, da Instrução CVM nº 361, o limite de 1/3 (um terço) das ações ordinárias em circulação que pode ser adquirido pelo acionista controlador nos termos do artigo 15, inciso I, deve ser calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000. Conforme demonstrado no item 1.1 acima, a aquisição pela Ofertante das Ações Ordinárias detidas pelo BTG já representou o atingimento deste limite, não sendo aplicável à presente OPA o disposto no inciso I do artigo 15. Esse foi o entendimento manifestado por esta D. Comissão quando da análise das ofertas públicas de aquisição por aumento de participação do Banco Sofisa (Processo CVM nº 19957.000990/2016-81) e da Companhia Cacique Café Solúvel (Processo CVM nº RJ-2014-7916):

Banco Sofisa: “34. A esse respeito, cabe mencionar que, em uma OPA por aumento de participação que observe os limites de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, só haveria aquisição por parte do ofertante caso a oferta fosse aceita por titulares de mais de 2/3 das ações em circulação, tendo em vista que o limite de 1/3 já foi ultrapassado anteriormente, o que inclusive ensejou a necessidade de realização da referida modalidade de oferta.”

Cia Cacique Café Solúvel: “2.7 Cabe ressaltar, entretanto, que, caso não se verifique o atingimento do Quórum de Sucesso para o cancelamento de registro da Companhia, tampouco haja a adesão de acionistas titulares de pelo menos 2/3 das ações ordinárias ou preferenciais em circulação (considerando-se, para tanto, todo o free float de cada uma das espécies), conforme mencionado nos parágrafos 2.4 a 2.6 acima, a Ofertante não poderá adquirir qualquer ação objeto, uma vez que já ultrapassara o limite de 1/3 das ações em circulação de que trata o inciso I do art. 15 da Instrução CVM 361, o que ensejou, inclusive, a obrigatoriedade de realização da OPA por aumento de participação, nos termos do caput do art. 26 da mesma Instrução, conforme expusemos nos parágrafos 1.5 e 1.6 acima.”

Pelos precedentes transcritos acima, depreende-se que, em uma oferta pública de aquisição por aumento de participação, não há o que se falar em limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação, uma vez que o referido limite já foi atingido, ensejando inclusive a obrigatoriedade de realização da OPA. Dessa forma, o artigo 15 da Instrução CVM nº 361 seria aplicável à presente OPA somente em relação ao limite de 2/3 (dois terços) das ações ordinárias em circulação, levando invariavelmente às

seguintes possibilidades: **(a)** em caso de adesão de acionistas representando mais de 2/3 (dois terços) das ações ordinárias em circulação, a OPA seria realizada e a Ofertante adquiriria todas as ações ordinárias participantes do Leilão, ficando obrigada ainda a adquirir as ações ordinárias remanescentes pelo período de 3 (três) meses, conforme disposto no art. 10, §2º, da Instrução CVM nº 361; **ou (b)** em caso de adesão de acionistas representando menos que 2/3 das ações ordinárias em circulação, a OPA não seria realizada, sendo vedado à Ofertante a aquisição de quaisquer Ações Objeto da OPA.

No entanto, no entendimento da Ofertante, a condição de adesão de 2/3 (dois terços), conforme previsto na Instrução CVM nº 361, não deveria ser aplicável no presente caso, seja porque a finalidade do artigo 15 desta instrução parece ser incongruente com a finalidade da OPA por Aumento de Participação, seja porque tal aplicação **não** representaria o melhor interesse dos acionistas titulares das Ações Objeto da OPA.

Diante disso, a Ofertante pretende realizar a OPA de forma incondicionada, adquirindo todas as Ações Ordinárias aderentes à OPA, independente do quórum de adesão. Assim, a Ofertante e a Instituição Intermediária vêm, respeitosamente, solicitar autorização desta D. Comissão para adoção de procedimento diferenciado consistente na aquisição incondicional de todas as ações ordinárias aderentes à OPA, independente do atingimento do quórum de 2/3 (dois terços) estabelecido no artigo 15, pelos seguintes fundamentos:

A Lei das Sociedades por Ações e o escopo da OPA por aumento de Participação

Inicialmente, registra-se que o comando legal do artigo 4º, §6º, da Lei das Sociedades por Ações impõe que, em casos de aumento de participação, o acionista controlador será obrigado a realizar oferta pública para aquisição “da totalidade das ações remanescentes no mercado”. Nota-se que o comando legal, delimitador do poder regulamentar da agência reguladora, é claro ao definir o público-alvo da oferta pública de aquisição por aumento de participação, não devendo a CVM alargar ou restringir os limites estabelecidos pela lei em sua função normativa^[2].

Como se vê, o fundamento da função normativa da CVM advém da Lei e a ela se subordina, não cabendo ao regulador alterar ou rejeitar comando legal expresso, sem que tal poder lhe tenha sido expressamente outorgado pela própria Lei.

A Lei das Sociedades por Ações foi expressa ao determinar que a OPA por aumento de participação seja destinada à **totalidade** das ações remanescentes no mercado. Inclusive, esta é uma situação semelhante à da oferta pública de aquisição por alienação de controle, a qual, por disposição do art. 254-A da Lei por Sociedades por Ações, deve ser direcionada às “ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia” e que é expressamente dispensada da aplicação dos limites previstos no artigo 15 da instrução CVM nº 361.

A redação do §6º do artigo 4º da Lei das Sociedades por Ações é ainda mais efusiva que a do artigo 254-A, pois abarca a “**totalidade das ações remanescentes no mercado**”, sem deixar espaço para dúvidas quanto ao seu âmbito.

Por tais razões, o disposto no artigo 15 da Instrução CVM nº 361 deve ser interpretado de forma sistemática com a Lei das Sociedades por Ações, sem que se amplie ou restrinja o texto legal, de forma que a exceção nele contida para a OPA por alienação de controle deve também ser estendida à OPA por aumento de participação.

A incongruência entre o artigo 15 da Instrução CVM nº 361 e a OPA por Aumento de Participação

A regra prevista no artigo 15 da Instrução CVM nº 361 possui nítido condão de proteger a liquidez das ações de companhias abertas no mercado. Justamente por isso, aplica-se exclusivamente a ofertas públicas de aquisição formuladas pelo acionista controlador; pessoas a ele vinculadas ou pela companhia objeto.

Com esse intuito, a norma limita a aquisição a 1/3 (um terço) das ações em circulação caso não se atinja adesão de, no mínimo, 2/3 (dois terços) das ações em circulação e só permite a aquisição de todas as ações quando ultrapassado esse último critério, pois o artigo 10, §2º, impõe que, neste caso, o ofertante estenda os termos da OPA por 3 (três) meses após o leilão, de forma a permitir que os acionistas remanescentes após a oferta possam ter uma alternativa a um cenário de liquidez prejudicada.

As duas normas (artigos 15 e 10, §2º) devem, portanto, ser interpretadas conjuntamente como mecanismos regulatórios de proteção à liquidez, dificultando o chamado “fechamento branco de capital”. Ocorre que, no caso de uma OPA por Aumento de Participação, o critério “liquidez” já terá sido definitivamente prejudicado por meio da operação que, justamente, ensejou a obrigatoriedade da OPA, sendo esta o único remédio disponível ao minoritário remanescente.

Portanto, condicionar a efetiva realização da OPA a qualquer adesão mínima significaria privar o minoritário que quer (e tem o direito!) se desfazer de seu investimento da única defesa que lhe resta contra uma liquidez já defasada. ^[3]

Adotar uma interpretação que limite o direito dos acionistas minoritários de proteger um mínimo de liquidez nos ativos em que investe não se coaduna com nenhum princípio normativo ou com o interesse do mercado. Basta imaginar um cenário hipotético em que a operação que ensejou a OPA por Aumento de Participação levou o acionista controlador a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação. Ora, nessa hipótese, condicionar o sucesso da OPA à adesão de 2/3 (dois terços) das ações remanescentes após a aquisição que originou a obrigatoriedade de lançamento da OPA seria admitir sujeitar o minoritário a um cenário extremamente adverso, no qual o mesmo poderia se ver obrigado a permanecer em uma companhia com um float substancialmente menor do que aquele existente quando da primeira oferta pública da companhia ou 5 de setembro de 2000, conforme o caso.

Por tais razões, a Ofertante deseja estender à presente OPA a todos os acionistas ordinários remanescentes, dando a eles a oportunidade de alienar suas ações a preço justo. Para tanto, se compromete inclusive a estender os termos da OPA pelo período de 3 (três) meses após o Leilão independente do quórum de adesão.

A adesão à oferta como um critério de avaliação do preço justo: um argumento disfuncional no caso concreto

Poder-se-ia atribuir à regra estabelecida pelo artigo 15 a função de balizar o preço da OPA, de forma a propiciar importante indicador de que o preço oferecido pela Ofertante é de fato justo como exige o dispositivo legal. No entanto, no presente caso, a OPA possui características que mitigam (se não anulam) essa função.

Isso porque trata-se de uma OPA de permuta na qual o ativo oferecido aos acionistas ordinários da Companhia Objeto são ações preferenciais de emissão da própria Companhia Objeto em uma relação de 1:1, quando o histórico de cotação das ações preferenciais (mais líquida) no mercado é mais favorável ao acionista minoritário. Dessa forma, mostra-se evidente e incontroverso que o preço da presente OPA cumpre os requisitos do artigo 4º, §4º, da Lei das Sociedades por Ações, uma vez que qualquer critério de valor econômico ou patrimonial se aplicaria igualmente a ambas as espécies de ações (objeto e oferecida) e o critério de cotação no mercado privilegia a ação preferencial (oferecida) em relação a ação ordinária (objeto).

Os precedentes da CVM

Por fim, vale trazer à tona que o Colegiado desta D. Comissão já autorizou a adoção do procedimento diferenciado ora requerido em sede de OPA voluntária lançada pela Brasil Telecom Participações para aquisição de ações de emissão da Brasil Telecom S.A. (Processo CVM nº RJ2003/2369). A OPA da Brasil Telecom foi igualmente lançada por acionista controlador que ofereceu ações preferenciais em troca das ações ordinárias. Na ocasião, a ofertante se comprometeu a estender os termos da OPA após o leilão independentemente do quórum de adesão, assim como no presente caso. Como se vê, o referido precedente, apesar de não se tratar de OPA por aumento de participação, também continha as principais preocupações existentes na presente OPA, quais sejam proteção da liquidez, direito de alienação das ações após o leilão e oferta de ativos emitidos pela própria companhia objeto. Por essas razões, não há porque não conferir ao presente caso o mesmo tratamento conferido à Brasil Telecom Participações naquela oportunidade.

Além disso, no presente caso, há uma incongruência entre o escopo da OPA nos termos do §4º do artigo 4º da Lei das Sociedades por Ações e a redação do artigo 15 da Instrução CVM nº 361, como explicado acima. Em que pese o argumento de que tal incongruência não deveria nem mesmo existir, deve-se levar em consideração que a CVM costuma conceder a dispensa em relação às limitações do artigo 15 em casos que (i) há uma incompatibilidade entre as regras aplicáveis a determinadas ofertas (por exemplo, a Instrução CVM nº 361 e o Regulamento do Novo Mercado); ou em casos em que essas limitações (ii)

possam prejudicar os acionistas minoritários, como, por exemplo, em ofertas públicas para aquisição de ações em que se unificam os procedimentos de cancelamento de registro e saída de segmento especial da BM&FBOVESPA, de forma que, mesmo que o cancelamento de registro não seja bem sucedido, não seja preciso realizar um rateio entre os acionistas que decidiram aderir à OPA para a saída do segmento especial de listagem e sofrerão com eventual perda de liquidez de seus ativos em decorrência desta saída^[4]. Neste contexto, vale destacar o entendimento do Colegiado da CVM no Processo SEI 19957.000990/2016-81 (Banco Sofisa), Processo CVM nº RJ2016/0006 (Tereos Internacional), Processo CVM nº RJ 2012-9648 (Redentor).

Diante do exposto, solicitamos respeitosamente a esta D. Superintendência a autorização para adoção de procedimento diferenciado ora requerida, nos termos da competência a ela delegada pela Deliberação CVM nº 756, de 4 de novembro de 2016, com base no precedente apreciado pelo Colegiado desta D. Comissão no âmbito do Processo CVM nº RJ2003/2369. Subsidiariamente, caso esta D. Superintendência entenda que o precedente ora apresentado não é suficiente para embasar sua competência delegada, requer que seja o presente pedido submetido à apreciação do Colegiado desta D. Comissão com recomendação favorável desta D. Superintendência.”

III. Nossas Considerações

21. A OPA por aumento de participação decorre de exigência legal disposta no § 6º do art. 4º da LSA, normatizada, ainda, pelo art. 26 da Instrução CVM 361, bem como dos §§ 1º e 2º do art. 37, conforme abaixo transcritos:

LSA - § 6º do art. 4º - “O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.”

“Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37.

§1º Caso as pessoas referidas no caput detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o caput, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.

§2º **A OPA de que trata este artigo deverá ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas.**

§3º **O requerimento de registro da OPA de que trata o caput deverá ser apresentado à CVM no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da data em que se verificar a hipótese do caput, ou no prazo determinado pela CVM, na hipótese do § 1º.**

§4º **Em qualquer das hipóteses deste artigo será lícito às pessoas mencionadas no caput adotar o procedimento alternativo de que trata o art. 28, nas condições ali referidas.**

§ 5º **Não sendo aplicável o disposto nos §§1º e 2º do art. 37, o limite de 1/3 (um terço) previsto no caput deverá ser calculado com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da**

companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários.

§ 6º **Uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no caput, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação.**” (grifos nossos)

“Art. 37 (...)

§1º Para efeito da aplicação às companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução do disposto nos arts. 15, inciso I e 26, **o limite de 1/3 das ações em circulação ali referido deverá ser calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir.**

§2º Ainda para efeito das companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução, **caso o ofertante, nas ofertas de que trata o caput do art. 15, já tenha atingido o limite a que se refere o inciso I do mesmo artigo, calculado na forma do parágrafo anterior, nova aquisição de ações somente poderá ser realizada mediante OPA por aumento de participação, com as limitações ali estabelecidas.**” (grifos nossos)

22. Ademais, destaque-se que a OPA por aumento de participação deve observar o disposto no art. 15 da Instrução CVM 361, abaixo transcrito:

“Art. 15. **Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá:**

I - adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, observado, se for o caso, o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 37; ou

II - desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação;

Parágrafo único. Não sendo aplicável o disposto no art. 37, §§ 1º e 2º, o limite de 1/3 (um terço) previsto no inciso I deverá ser calculado com base no número de ações existentes em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários.”

23. Conforme se verifica da leitura do § 6º do art. 4º da LSA, a OPA por aumento de participação deverá ser direcionada à “totalidade das ações remanescentes no mercado”.

24. Tal requisito legal foi replicado na Instrução CVM 361 por meio do § 2º de seu art. 26, onde resta claro que a OPA por aumento de participação “deverá ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas”.

25. Não obstante ao disposto acima, a CVM, ao editar a Instrução CVM 361, decidiu impor limites à aquisição de ações em circulação em todas as OPA formuladas pela própria companhia ou pelo acionista controlador, excetuando apenas as OPA por alienação de controle, nos termos de seu art. 15, de modo que só poderiam ser adquiridas ações ordinárias no âmbito da presente Oferta, caso a mesma fosse aceita por titulares de pelo menos 2/3 das referidas ações em circulação, uma vez que o limite de 1/3 de que trata o referido artigo já fora ultrapassado.

26. A esse respeito, ao contrário do alegado pela Ofertante, entendemos não haver incompatibilidade entre os requisitos acima mencionados.

27. A nosso ver, o requisito de realização de OPA por aumento de participação para todas as ações remanescentes, ou afetadas, implica apenas que a referida oferta deva ser formulada e direcionada a tais ações, porém observando os limites da regulamentação aplicável, como aqueles constantes do art. 15 da Instrução CVM 361, de modo que

haveria sim a possibilidade de a OPA ser formulada e não ser possível haver a aquisição de suas ações objeto.

28. Em nosso entendimento, os limites previstos pelo art. 15 da Instrução CVM 361, ao serem aplicados a uma OPA por aumento de participação, têm o condão de deixar a cargo dos titulares das ações em circulação remanescentes a decisão sobre o que seria mais vantajoso para eles, a liquidez que remanesceu após o aumento de participação ocorrido ou a alienação de sua participação ao preço ofertado.

29. Dessa forma, segundo os parâmetros constantes da Instrução CVM 361, a alienação de ações em uma OPA por aumento de participação só seria considerada interessante do ponto de vista da comunidade de acionistas objeto da oferta, caso tal opção fosse aceita por titulares de pelo menos 2/3 das ações em circulação remanescentes, de modo que o preço seja referendado pela ampla maioria, a exemplo do que ocorre em uma OPA para cancelamento de registro, onde o sucesso da oferta depende do atingimento de quórum similar.

30. Do contrário, nos casos em que tal limite não é alcançado, entende-se que, na análise do “trade off” entre liquidez remanescente e preço ofertado, foi escolhido pela comunidade de acionistas objeto da OPA manter-se a liquidez remanescente, de modo que nenhuma ação poderia ser alienada ao ofertante, sob pena de prejudicar ainda mais a referida liquidez.

31. Corroborando com a tese de que é necessário se tutelar a liquidez remanescente, mesmo após ter ocorrido o rompimento do limite de 1/3 de que trata o art. 26 da instrução CVM 361, cabe mencionar o seguinte precedente do Colegiado da CVM.

32. Por meio da reunião datada de 26/08/2014, o Colegiado da CVM, no âmbito de consulta proposta pela Microsoft Global Finance (Processo CVM nº RJ-2014-2399), entendeu não haver a necessidade de se tutelar liquidez de ações em circulação naquele caso, dado que o limite de 2/3 das referidas ações já havia sido ultrapassado por meio de aquisições realizadas no âmbito de OPA (“Precedente Microsoft”), nos seguintes termos:

“Reg. nº 9240/14

Relator: SRE/GER-1

Trata-se de apreciação de consulta formulada pela Microsoft Global Finance (“Microsoft” ou “Consulente”) sobre a necessidade ou não de a Embratel Participações S.A. em conjunto com a Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – Embratel (“Controladoras”), ambas controladoras de NET Serviços de Comunicação S.A. (“Companhia” ou “NET”), realizarem oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) por aumento de participação de que trata a Instrução CVM 361/2002 (“Instrução 361”), caso venham a adquirir ações de emissão da NET, hoje detidas pela Consulente.

A Consulente requereu, mais especificamente, que “a CVM reconheça que não há qualquer óbice para a aquisição das ações de emissão da NET detidas pela Microsoft pelos Controladores, pelo mesmo preço da OPA finalizada em 27 de novembro de 2013, inclusive registrando que esta aquisição não irá deflagrar a necessidade de lançamento de uma OPA por aumento de participação pelos Controladores”.

Em sua consulta, a Consulente esclareceu que é titular de 700.000 ações ordinárias e 700.000 ações preferenciais de emissão da Companhia, o que representa, atualmente, 0,56% do total de suas ações ordinárias e 0,28% do total de suas ações preferenciais, bem como 98,09% e 34,72% das suas ações ordinárias e preferenciais atualmente em circulação no mercado.

Ressaltou, ainda, que as Controladoras realizaram: (i) em outubro de 2010, uma OPA voluntária, na qual adquiriram 84,77% das ações preferenciais de emissão de NET em circulação à época, já contabilizando o exercício do direito de venda pelos titulares de ações preferenciais remanescentes em circulação da NET (“OPA 1”); e (ii) em novembro de 2013, uma OPA Unificada (por alienação de controle e para saída do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa), por meio da qual adquiriram 93,48% das ações ordinárias e 63,73% das ações preferenciais de emissão de NET em circulação à época (“OPA 2”).

Atualmente, as Controladoras possuem 99,43% das ações ordinárias e 99,19% das ações preferenciais de emissão da NET, restando apenas 0,57% e 0,81% de suas ações em circulação, respectivamente.

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, preliminarmente, destacou que a OPA por aumento de participação prevista pelo art. 26 da Instrução 361 tem por objetivo tutelar a liquidez no âmbito das aquisições realizadas por outro meio que não uma OPA, tendo em vista que a obrigatoriedade de se realizar tal oferta só ocorre uma vez que os agentes ali descritos adquiram, "por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação".

Já a OPA por aumento de participação prevista pelo art. 37 da mesma Instrução tem por objetivo tutelar a liquidez no âmbito das aquisições realizadas por meio das modalidades de OPA de que trata o art. 15, uma vez que tenha sido atingido, em OPA anterior, o limite de 1/3 de que trata o inciso I do referido artigo.

No caso concreto, a SRE concluiu que as aquisições de ações de emissão da Companhia realizadas pelas Controladoras, por meio das OPA 1 e OPA 2, ultrapassaram não só o limite de 1/3 das suas ações em circulação na ocasião, tanto no que se refere às preferenciais, quanto no que se refere às ordinárias, respectivamente, mas também o limite de 2/3 daquelas ações.

Assim, como tais aquisições foram realizadas no âmbito de duas OPAs, para a SRE a análise quanto à necessidade ou não de uma próxima aquisição se dar por meio de OPA por aumento de participação deve embasar-se no previsto pelo § 2º do art. 37 da Instrução 361. Não obstante, a SRE destaca que a Instrução 361 não esclarece se seria necessária a realização de OPA por aumento de participação no caso de aquisição, por meio das OPAs de que trata o art. 15, de mais de 2/3 das ações em circulação.

Para a SRE, a Instrução 361 prevê explicitamente a tutela da liquidez apenas quando a aceitação, nas OPAs de que trata o art. 15 da referida Instrução, se dê entre 1/3 e 2/3 das ações em circulação e, por força do inciso I do mesmo artigo, o ofertante esteja restrito a adquirir até o limite de 1/3 das ações em circulação. Ou seja, caso as OPAs previstas pelo art. 15 da Instrução 361 tenham aceitação por titulares de mais de 2/3 das ações em circulação, não haveria, a priori, outro dispositivo na Instrução em tela (exceto o § 2º do art. 10).

No caso concreto, as ações preferenciais de emissão da Companhia foram objeto da OPA 1 realizada pelas Controladoras, por meio da qual foram adquiridas 84,77% das ações preferenciais de emissão de NET em circulação à época. Como a OPA 1 foi uma das ofertas de que trata o art. 15 da Instrução 361, e como a mesma teve adesão por titulares de mais de 2/3 das ações preferenciais em circulação, a SRE entende que não há previsão normativa para tutela da liquidez atual das ações preferenciais de NET.

Já as ações ordinárias de emissão da Companhia foram objeto da OPA 2 (por alienação de controle e saída do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa), realizada pelas Controladoras, por meio da qual foram adquiridas 93,48% das ações ordinárias de emissão de NET em circulação à época.

A despeito de a OPA 2 não ter observado as regras previstas pelo art. 15 da Instrução 361, por ter sido constituída por uma OPA por alienação de controle, a qual é excetuada por dispositivo normativo, a área técnica entende que o racional desenvolvido também se aplica à tal oferta, dado que a mesma também teve adesão por titulares de mais de 2/3 das ações ordinárias em circulação, não havendo, portanto, previsão normativa para tutela da liquidez atual das ações ordinárias de emissão de NET.

Pelo exposto, a SRE manifestou-se favoravelmente ao pleito da Consulente, nos termos do Memo/SRE/GER-1/nº 062/2014, de 14.08.14.

Após discutir o assunto, o Colegiado acompanhou o entendimento da área técnica, decidindo não haver óbice quanto à possibilidade de as Controladoras adquirirem as ações de emissão de Companhia atualmente de titularidade da Consulente, sem que esse fato resulte na obrigação de realizarem uma OPA por aumento de participação.

O Colegiado consignou que tal entendimento está circunscrito à presente situação específica, não se aplicando necessariamente a qualquer caso com características

similares. Eventuais casos futuros deverão ser analisados em suas particularidades, ainda que guardem alguma semelhança com o caso ora em análise.

A Diretora Luciana Dias destacou que levou em consideração, especificamente, a baixa liquidez das ações da Companhia.”(grifos nossos)

33. Vale ressaltar, ainda, trecho abaixo transcrito do Memorando nº 62/2014-CVM/SRE/GER-1, que embasou a deliberação supra:

“2.21 Desta forma, entendemos que a Instrução CVM 361 prevê explicitamente a tutela da liquidez apenas quando a aceitação, nas OPA de que trata o art. 15 da referida Instrução, se dê entre 1/3 (um terço) e 2/3 (dois terços) das ações em circulação e, por força do inciso I do mesmo artigo, o ofertante esteja restrito a adquirir até o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação.

2.22 Já para os casos em que, nas OPA de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, houver a aceitação por titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, é permitido ao ofertante adquirir todas as ações de cujos titulares aderirem a tais ofertas, sobrando aos titulares das ações em circulação remanescentes apenas a opção de vendê-las ao ofertante, no prazo de até 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão das OPA, pelo preço praticado em tais ofertas, atualizado nos termos do instrumento de OPA, conforme previsto pelo § 2º do art. 10 da referida Instrução, transcrito abaixo:

“Art. 10 (...)

§2º Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, constará declaração do ofertante de que, caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos:

I – exercício da faculdade pelo acionista; ou

II – pagamento aos demais acionistas que aceitaram a OPA, no caso de OPA com pagamento a prazo.”

2.23 Sendo assim, é coerente concluir que, caso as OPA previstas pelo art. 15 da Instrução CVM 361 tenham aceitação por titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, não haveria, a priori, outro dispositivo na Instrução em tela, exceto o § 2º do art. 10, que tutelasse a liquidez das ações remanescentes.

2.24 Ainda sobre o racional acima exposto, cabe destacar trecho de parecer elaborado por Nelson Eizirik (fls. 41 a 72 do presente Processo), a pedido da Embratel Participações S.A., no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-14764, precedente citado nos parágrafos 2.7 a 2.12 acima, com o qual concordamos:

“Por outro lado, nos casos de aceitação da OPA por mais de 2/3 (dois terços) dos titulares de ações em circulação, entendeu a CVM que a vontade dos acionistas de alienar suas ações na OPA, expressa em um nível tão alto das ações em circulação, deveria prevalecer sobre o interesse na proteção da liquidez original das ações.

Com efeito, nestas situações em que o patamar de aceitação da OPA supera 2/3 (dois terços) das ações em circulação, presumiu a CVM que o objetivo buscado pelo artigo 15 da Instrução CVM nº 361/2002, de proteger a liquidez da companhia objeto, foi superado em razão da substancial aceitação da oferta, que demonstra que ela foi realizada em bases equitativas, deixando de fazer sentido a imposição de quaisquer limites à aquisição de ações.

Vale dizer, limitar a aquisição das ações nos casos de aceitação por mais de 2/3 (dois

terços) dos titulares das ações em circulação implicaria em prejudicar os acionistas minoritários, ao invés de protegê-los, uma vez que, mesmo diante de uma aceitação tão significativa da OPA, os acionistas interessados teriam o direitos de dispor das ações de sua propriedade limitado pela regra do rateio.

Note-se, ademais, que a equitatividade da OPA que resulta na aquisição de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação é ainda garantida pelo artigo 10, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002, que permite que os acionistas que não tenham aceitado a oferta vendam as ações de sua titularidade para o ofertante, pelo mesmo preço praticado na OPA, no prazo de 3 (três) meses subsequentes à realização do leilão da OPA, justamente para não serem obrigados a permanecer em uma companhia cujas ações apresentem baixa liquidez no mercado.

Um vez adquiridas na OPA mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, conforme permite o artigo 15 da Instrução CVM nº 361/2002, não faz qualquer sentido se aplicar a limitação do artigo 37, § 2º, às novas aquisições a serem efetuadas pelo acionista controlador. Neste caso, deixa de existir, legitimamente, qualquer razão para a incidência das normas de proteção à liquidez existente antes da oferta previstas na Instrução CVM nº 361/2002.

(...)

Tendo em vista que esses acionistas voluntariamente decidiram não vender suas ações, seja no próprio leilão da OPA, seja no período de 3 (três) meses previsto no artigo 10, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002, entende-se que eles aceitaram os novos níveis da liquidez da companhia e, portanto, não podem reclamar a aplicação das normas regulamentares que visavam a proteger a liquidez existente antes da OPA, como é o caso do disposto no artigo 37, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002.

Dessa forma, conclui-se que apenas quando atingido o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação em OPA promovida pelo controlador, pelo fato desta não ter sido aceita por mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, nos termos do artigo 15, inciso I, da Instrução CVM nº 361/2002, é que as novas aquisições por ele efetuadas devem ocorrer mediante OPA por aumento de participação. Por outro lado, se na OPA anterior o controlador ultrapassar o limite de 1/3 (um terço), mediante a aquisição legítima de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, não cabe a restrição do art. 37, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002, ficando o ofertante liberado para adquirir novas ações sem observar as regras da OPA por aumento de participação.””

34. Dessa forma, com base no precedente supra, é possível verificar que, enquanto o limite de 2/3 de ações em circulação não foi ultrapassado por meio de OPA anteriores, permanece a necessidade de se tutelar a liquidez das ações remanescentes, mesmo que a liquidez de tais ações tenha sido prejudicada, como reconhece a legislação aplicável nos casos em que fora ultrapassado o limite de 1/3 das referidas ações.

35. Como vimos, isso corrobora a tese de que, mesmo no âmbito de uma OPA por aumento de participação, haveria liquidez a ser tutelada, de modo que os titulares das ações remanescentes afetadas devem escolher entre preservar a liquidez que restou ou aceitar o evento de liquidez promovido pela OPA, com base no preço ofertado, sendo que tal aceitação deveria se dar por titulares de pelo menos 2/3 de todas as ações em circulação da espécie ou classe a que a OPA se destina.

36. Ocorre que, conforme acontece com a maioria das companhias abertas brasileiras, apenas parte dos acionistas minoritários se interessa pelos eventos sociais das companhias, de modo que o atingimento de um quórum de 2/3 de todas as ações em circulação para efeito de uma OPA poderia inviabilizar, em muitos casos, a aquisição de ações no âmbito da oferta.

37. Foi nesse sentido que a CVM entendeu ser prudente considerar, no âmbito das OPA para cancelamento de registro, que o quórum de sucesso de 2/3 seja contabilizado com base apenas nas ações em circulação cujos titulares se manifestem no âmbito da oferta, excluindo do processo decisório aqueles acionistas que porventura não se interessem pela vida social da companhia.

38. Entendemos que o problema identificado no caso das OPA para cancelamento de registro, e mitigado com a regra supramencionada, também ocorre nas OPA por aumento de participação, de modo que o atingimento de um quórum de 2/3 de todas as ações em circulação remanescentes tornar-se-ia muito difícil.

39. Ademais, há que se ressaltar que a OPA para cancelamento de registro, caso atinja seu quórum de sucesso, resulta no cancelamento do registro de companhia aberta junto à CVM, sendo tal consequência significativa para os acionistas minoritários que desejarem não alienar suas ações na oferta, fato que não ocorreria como resultado de uma OPA por aumento de participação. Ou seja, talvez não faça sentido se ter uma regra mais restritiva de “sucesso” para uma OPA por aumento de participação do que para uma OPA para cancelamento de registro.

40. Com base no exposto acima, e tentando preservar o “espírito” dos dispositivos constantes da Instrução CVM 361, de que a decisão entre manutenção da liquidez remanescente ou aceitação do preço ofertado tenha que ser tomada pela ampla maioria dos detentores das ações em circulação afetadas pelo aumento de participação, **entendemos ser razoável que o limite de 2/3 de que trata o art. 15 da referida Instrução seja aplicado no presente caso da mesma forma como acontece nos casos de OPA para cancelamento de registro, em que o mesmo é calculado com base nas ações de cujos titulares se manifestarem no âmbito da oferta.**

41. Com vistas a verificar se o entendimento acima exposto se justificaria observando casos de OPA anteriores, apresentamos a tabela abaixo, a qual relaciona a participação de titulares de ações em circulação nos leilões de OPA que foram registradas pela CVM desde o ano de 2015:

Quadro 1 – Participação de acionistas em leilões de OPA						
Nº do Processo	Oferta	Data Leilão	Adesão de acionistas	Aceitação	Aceitação em relação ao <i>free float</i>	Observou o art. 15 da ICVM 361?
19957.004810/2016-30	Whirlpool S.A. – OPA CAN	08/12/2016	62,65%	34,57%	21,65%	Sim
19957.004807/2016-16	Brasmotor S.A. – OPA CAN	08/12/2016	53,75% (ON) 88,29% (PN)	93,10% (ON) 92,14% (PN)	50,04% (ON) 81,35% (PN)	sim
19957.002252/2016-78	Tec Toy S.A. - - OPA CAN	12/12/2016	9,24%	43,85%	4,06%	sim
19957.000990/2016-81	Banco Sofisa S.A. (CAN+AUM+Saída)	25/10/2016	97,18%	100%	97,18%	não
19957.000940/2016-01	Évora S.A. – OPA CAN	08/08/2016	59,53% (ordinárias) 76,14% (preferenciais)	100%	59,53% (ON) 76,14% (PN)	sim
19957.000782/2016-81	Alpargatas S.A. – OPA ALI	30/09/2016	56,82%	100%	56,82%	não
RJ-2015-7158	Companhia Celg de Participações – OPA CAN	30/08/2016	78,83%	48,60%	38,31%	sim
RJ-2016-6	Tereos Internacional S.A. CAN + Saída	25/08/2016	88,99%	100%	88,99%	Não
RJ-2015-8057	Banco Daycoval S.A. – CAN + Saída	11/08/2016	93,75%	100%	93,75%	Não

RJ-2015-5579	Arteris S.A. - OPA Conversão	17/05/2016	49,47%	100%	49,79%	Sim
	Atom Participações S.A. - OPA ALI	11/01/2016	0,004%	100%	0,04%	Não
RJ-2015-8796	Redentor Energia S.A. - OPA CAN	18/12/2015	93,35%	100%	93,35%	sim
RJ-2015-3002	Somos Educação S.A. - OPA ALI	22/12/2015	36,24%	100%	36,24%	Não
RJ-2015-01843	Souza Cruz S.A. - OPA CAN	15/10/2015	90,83%	99,89%	90,73%	sim
RJ-2014-7376	Cia Providência Indústria e Comércio CAN + ALI + Saída	13/10/2015	98,35%	100%	98,35%	Não
RJ-2014-10962	Banco Industrial e Comercial S.A. CAN + ALI + Saída	28/09/2015	76,48%	86,01%	65,78%	Não
RJ-2014-12840	Indústria Verolme S.A. - OPA CAN	17/03/2015	40,21% on 23,54% pn	100%	40,21% ON 23,54% PN	Sim
RJ-2014-7223	GTD Participações S.A. - OPA CAN	9/3/2015	96,90% on 93,76% pn	100%	96,90% ON 93,76% pn	Sim
RJ-2014-7916	Cia Cacique Café Solúvel OPA CAN + AUM + Saída	02/03/2015	69,38% on 85,47% pn	100%	69,38% ON 85,47% PN	Não
RJ-2014-10023	BHG S.A. - OPA CAN	30/04/2015	99,3%	100%	99,3%	Sim
RJ-2015-9905	VIGOR Alimentos S.A. - OPA CAN	19/07/2016	99,88%	100%	99,88%	Sim
Média simples*			72,73%	91,92%	66,86%	
Média* apenas OPA sem cancelamento de registro			46,53%			
Participação dos acionistas**			15 > 2/3 10 < 2/3			

Legenda:

CAN ou OPA CAN = OPA para cancelamento de registro

OPA ALI = OPA por alienação de controle

Saída = OPA para saída de segmento de governança corporativa diferenciado

AUM ou OPA AUM = OPA por aumento de participação

* desconsidera o resultado da Atom Participações pela inexpressividade dessa oferta

** considerando-se cada espécie de ação como uma OPA autônoma quando for o caso

42. Conforme se depreende da tabela acima, embora em muitos casos a participação dos acionistas tenha sido bastante expressiva, podemos tecer alguns comentários adicionais:

- (i) Em 15 casos houve a participação de mais de 2/3 das ações em circulação da companhia objeto na OPA;
- (ii) Em 10 casos a participação foi inferior a 2/3 das ações em circulação da companhia objeto na OPA;
- (iii) A participação média de ações em circulação foi de 72,73%, valor superior aos 2/3 (66,67%);
- (iv) Nos dois casos em que não estava prevista a modalidade para cancelamento de registro (OPA SOMOS e OPA Alpargatas), a participação média foi de 46,53% dos acionistas titulares de ações em circulação.

43. Dos dados acima, nota-se que o procedimento ordinário para a realização de OPA por aumento de participação pode acabar sendo decidido pelos acionistas que não se manifestarem em seu âmbito, ou seja, aqueles que não vierem a se manifestar podem acabar impedindo a alienação das ações daqueles que aderirem à OPA, caso a mesma não atinja o quórum mínimo de 2/3 de todo o *free float*.

44. Em nenhum dos casos em que não estava prevista a modalidade de cancelamento de registro da companhia, alcançou-se participação de pelo menos 2/3 do *free float* na OPA.

45. Ademais, mesmo nos casos em que o cancelamento de registro da companhia era previsto, modalidade essa em que se espera maior participação de titulares de ações em circulação, em 10 de 25 casos aquele percentual não foi atingido.

46. Vale dizer, portanto, que se o percentual de participação de pelo menos 2/3 de todo o *free float* de ações ordinárias de emissão da Gerdau não for atingido no procedimento ordinário de OPA por aumento de participação, mesmo que os participantes aceitem maciçamente a Oferta, a Ofertante não poderia adquirir nenhuma ação, ao mesmo tempo em que cumpriria com a sua obrigação de realizar tal OPA.

47. Assim, percebe-se que a Oferta seria inócua, apesar do desejo de acionistas atuantes em alienar sua participação e até da Ofertante em realizar a permuta sugerida.

48. Portanto, tendo em vista que: (i) ainda existe liquidez das ações ON de Gerdau a serem tuteladas, em analogia ao Precedente Microsoft; e (ii) o procedimento ordinário previsto pela Instrução CVM 361 poderia resultar em uma OPA inócua, propomos que no presente caso siga-se o procedimento previsto para a OPA para cancelamento de registro quanto à observância do art. 15 da Instrução CVM 361.

49. Desse modo, no cômputo de 2/3 das ações em circulação cujos titulares devem aceitar a OPA para que a Ofertante possa adquiri-las, considerar-se-ia apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente, alienando suas ações, com a relação de troca oferecida na OPA por aumento de participação, conforme ocorre nas OPA para cancelamento de registro, nos termos do inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361.

50. Assim, os acionistas titulares de ações ordinárias em circulação da Companhia teriam que se habilitar e concordar ou não com a Oferta.

51. Em caso de concordância por parte de titulares de pelo menos 2/3 das ações em circulação habilitadas para o leilão, a Ofertante poderia adquirir tais ações na OPA. Por outro lado, caso titulares de mais de 1/3 das ações em circulação habilitadas para o leilão não concordem com a OPA por aumento de participação da Companhia, a Ofertante não poderá adquirir nenhuma ação, preservando-se, dessa forma, a liquidez das ações ordinárias remanescentes após as aquisições realizadas pela Ofertante.

52. Tal solução, a nosso ver, permitiria uma OPA mais eficaz, com a possibilidade de discordância de seus acionistas e com a aquisição de ações por parte da Ofertante somente em caso de ampla aceitação de seus termos

pelos acionistas que se manifestarem em seu âmbito.

53. Ademais, **entendemos que, em se aplicando o limite de 2/3 de ações em circulação de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361 da mesma forma como é feito nas OPA para cancelamento de registro, deverá a Ofertante, caso tal limite seja atingido, se obrigar a adquirir as ações remanescentes da OPA, pelo prazo de 3 meses após o leilão da Oferta, ao preço final da OPA, nos termos do § 2º do art. 10 da referida Instrução.**

IV. Conclusão

54. Por todo o acima exposto, propomos que o presente caso seja encaminhado ao SGE, a fim de que o pleito em tela seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando que:

(i) Somos contrários ao pleito de procedimento diferenciado proposto pela Ofertante, qual seja, a dispensa da observância ao art. 15 da Instrução CVM 361, com o compromisso de aquisição, pelo prazo de 3 meses após o leilão da Oferta, das ações remanescentes da OPA (“put”), o que resultaria na possibilidade de a Ofertante adquirir de forma incondicional todas as ações ordinárias aderentes à OPA, independente do atingimento do quórum de 2/3 de que trata tal artigo, por entendermos que tal dispensa não se alinha ao espírito geral dos dispositivos constantes na referida Instrução, por meio dos quais é possível verificar que haveria que ainda que se tutelar a liquidez das ações mesmo após ter sido ultrapassado o limite de 1/3 de ações em circulação de que trata o seu art. 26; e

(ii) Somos favoráveis a que o limite de 2/3 de que trata o art. 15 da referida Instrução seja aplicado no presente caso da mesma forma como acontece nos casos de OPA para cancelamento de registro, onde o mesmo é calculado com base nas ações de cujos titulares se manifestarem no âmbito da oferta, de modo que a decisão sobre manutenção da liquidez remanescente após o aumento de participação ou a alienação das ações na Oferta possa ser tomada por acionistas que se manifestem no âmbito da OPA. Nesse caso, entendemos que deverá a Ofertante, caso o referido limite de 2/3 seja atingido, se obrigar a adquirir as ações remanescentes da OPA, pelo prazo de 3 meses após o leilão da Oferta, ao preço final da OPA, nos termos do § 2º do art. 10 da referida Instrução.

[1] ICVM 361 - Art. 15. Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá:

I - adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, observado, se for o caso, o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 37; ou

II - desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação;

Parágrafo único. Não sendo aplicável o disposto no art. 37, §§ 1º e 2º, o limite de 1/3 (um terço) previsto no inciso I deverá ser calculado com base no número de ações existentes em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários.

[2] Vale, aqui, destacar o entendimento do ex-ministro do Supremo Tribunal Federal Eros Roberto Grau: “*regulamentos autorizados* [como são as Instruções Normativas emitidas pela CVM], *que são os que, decorrendo de atribuição do exercício de função normativa explícita em ato legislativo [como são as Instruções Normativas emitidas pela CVM], importam o exercício pleno daquela função – nos limites da atribuição – pelo Executivo, inclusive com criação de obrigação de fazer ou deixar de fazer alguma coisa.*” (GRAU, Eros Roberto. **O direito posto e o direito pressuposto**. São Paulo: Malheiros: 1998, 2. Ed. p. 189, destacou-se). No mesmo sentido: “*A importante função reguladora da CVM, desde que exercida ponderadamente e com fiel observância dos princípios, valores e standards constitucional e legalmente fixados, entre os quais estão os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, de modo a atingir seus resultados eficientes (para o que, inclusive concorre positivamente a auto-regulação propriamente dita), apresenta-se legal, legítima e essencial para o pleno e regular desenvolvimento do mercado de valores mobiliários*” (SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. BARROS, José Eduardo Guimarães. Notas sobre o poder normativo da comissão de valores mobiliários:

CVM na atualidade. In WALD, Arnaldo. (org.). **Doutrinas Essenciais – Direito Empresarial: mercado de capitais**, v. 8. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais: 2011, p. 41, destacou-se).

[3] Quanto a este ponto: “Essa regra [a do art. 15 da Instrução CVM nº 361] tem a finalidade de proteger a liquidez das ações remanescentes. O problema é que o pressuposto da OPA por aumento de participação é o de que ocorreu um ‘impedimento de liquidez’. Desse modo, o rateio dos acionistas minoritários que aceitassem a oferta corresponderia a impor-lhes um duplo ônus: o de ter a liquidez *supostamente* prejudicada pelo evento que atraiu a incidência da OPA; e o de não poder alienar *todas* as ações no evento de liquidez (a própria OPA) pensada para esse fim.” (TANNOUS, Thiago Saddi. **Regras de Proteção à Liquidez no Mercado de Capitais Brasileiro: interpretação e efetividade**. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2017, p. 170, destacou-se).

[4] É o que se pode inferir do entendimento da Diretora Ana Novaes ao julgar o Processo CVM nº RJ2012/5652, julgado em 06 de novembro de 2012: “[o]bserve-se que impedir numa OPA de Saída de Nível a compra da totalidade das ações ofertadas pelo mercado significaria impor ao acionista minoritário uma perda patrimonial referente à perda do ‘prêmio’ pago pela listagem em segmento nobre daquelas ações que não fossem adquiridas devido à regra limitando a compra a 1/3.”

Atenciosamente,

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO

Gerente de Registros-1

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

DOV RAWET

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 08/06/2017, às 12:21, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 08/06/2017, às 12:24, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 08/06/2017, às 12:54, 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 **0298499** e o código CRC **B3F13F6B**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0298499** and the "Código CRC" **B3F13F6B**.*

Referência: Processo nº 19957.002501/2017-14

Documento SEI nº 0298499