STOCCHE FORBES
ADVOGADOS

São Paulo, 10 de junho de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
Rua Sete de Setembro, 111, 23° andar
Centro, Rio de Janeiro - RJ
CEP 20.050-901

Att.: Ilmo. Sr. Antonio Carlos Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado
audpublicaSDM0219@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM n.º 02/19

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

1. **STOCCHE FORBES ADVOGADOS** ("Stocche Forbes"), com fundamento no Edital de Audiência Pública SDM n.º 02/19 ("Edital de Audiência Pública") e de acordo com as orientações ali incorporadas, vem, respeitosamente, apresentar a esta D. Comissão sugestões relacionadas à proposta de alteração à Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, conforme alterada ("ICVM 361/02").

I. Introdução

2. Propõe a CVM, nos termos do Edital de Audiência Pública, a reforma da ICVM 361/02 com escopo propositalmente reduzido, com foco apenas em questões pontuais que emergiram no âmbito de recentes casos concretos.

3. Apesar disso, a CVM manifestou o interesse de receber também outras sugestões de aprimoramento da ICVM 361/02, visando embasar futura revisão mais ampla do diploma.

4. Nesse sentido, esta manifestação contempla não apenas observações sobre as alterações propostas pelo Edital de Audiência Pública, mas aborda, também, sugestões de aprimoramento em questões centrais da ICVM 361/02, a serem consideradas pela D. Autarquia.

5. De início, contudo, antes de apresentar os comentários e sugestões à norma em si, considera-se importante cumprimentar os esforços e a iniciativa da Autarquia com vistas ao aperfeiçoamento da ICVM 361/02.

6. Como se sabe, com a maior recorrência das ofertas públicas de aquisição de ações ("OPA"), a ICVM 361/02 tem sido cada vez mais utilizada e desafiada por novas questões e características específicas das operações.

7. É fundamental, portanto, esse comprometimento da CVM e dos participantes do mercado com o aprimoramento das normas que regem as OPAs, contribuindo para o equilíbrio e a segurança jurídica dos procedimentos.

8. Para melhor visualização e compreensão desta manifestação, os comentários e sugestões ora apresentados abordam, individualmente, os pontos de atenção verificados, identificando os dispositivos pertinentes da ICVM 361/02, e explicando o racional da sugestão. Adicionalmente, quando aplicável, tais observações são acompanhadas por proposta de redação alternativa ao respectivo dispositivo da norma.

9. O escopo restrito do Edital de Audiência Pública contempla essencialmente as seguintes propostas de alteração à ICVM 361/02:

(i) alterar o art. 10, §3º, da ICVM 361/02, excluindo a incidência da norma enunciada no art. 15 com relação às OPAs por aumento de participação da ICVM 361/02. Pela proposta, caso nessas OPAs ocorra aceitação por mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, o controlador não mais ficaria obrigado a adquirir apenas até 1/3 destas ou desistir de lançar a OPA. Por outro lado, caso a soma das ações adquiridas antes da OPA e no âmbito da OPA atinja 2/3 das ações em circulação, o controlador ficaria obrigado a adquirir as ações remanescentes nos 3 meses que seguem a OPA;

(ii) revogar o atual art. 35 da ICVM 361/02, de modo a excluir a incidência da norma do art. 15 às OPAs para saída de segmento especial de listagem, em linha com todas as dispensas pleiteadas e concedidas pela CVM sobre o assunto;

(iii) alterar a redação do atual art. 12 da ICVM 361/02, de modo a eliminar a possibilidade de interferências compradoras nos leilões de OPA para aquisição de controle e estabelecer que, na prática, a concorrência entre potenciais interessados na aquisição do controle

deve ocorrer apenas por meio do lançamento de ofertas concorrentes; e

(iv) incluir novo dispositivo (§ 3º ao atual art. 34 da ICVM 361/02), de modo a prever que, no caso de OPAs unificadas – visando a mais de uma das finalidades previstas na instrução – o preço ofertado deve satisfazer simultaneamente aos requisitos das modalidades de OPA que se pretende unificar.

10. Com relação às propostas de alteração mencionadas nos itens (i) a (iii) acima, entende-se que tais modificações propostas por esta D. Autarquia tendem a aprimorar e otimizar os procedimentos aplicáveis às modalidades de OPA em questão.

11. Às alterações descritas nos itens (i) e (ii) acima, não há comentários ou sugestões adicionais.

12. Em relação ao item (iii), por sua vez, nos termos abaixo, são submetidas à apreciação desta D. Autarquia sugestões de aprimoramento e alterações adicionais à norma.

13. Quanto à alteração referida no item (iv) acima, por fim, pelas razões adiante elucidadas, entende-se que, da forma proposta, a redação pode ocasionar inconvenientes práticos que suplantam eventuais benefícios de sua adoção, além do que, em casos mais extremos, pode desvirtuar a própria natureza das ofertas.

14. Nesse sentido, os capítulos II e III abaixo contemplam sugestões em relação aos temas propostos no Edital de Audiência Pública.

15. Os capítulos IV a VI por sua vez, reúnem sugestões de melhoria e aprimoramento à ICVM 361/02 a serem consideradas na anunciada reforma da norma.

II. Eliminação de interferências compradoras no âmbito do leilão de OPA para aquisição de controle (art. 12)

a. *Comentário Stocche Forbes*

16. Dentre as alterações pontuais à ICVM 361/02 propostas pelo Edital de Audiência Pública, pretende-se eliminar a possibilidade de interferências compradoras nos leilões de OPA para aquisição de controle.

17. Como efeito prático dessa alteração, em essência, a concorrência entre potenciais interessados na aquisição do controle deverá se realizar apenas por meio do lançamento de ofertas concorrentes.

18. Verifica-se que a medida proposta tem por objetivo simplificar aspectos do já complexo processo de concorrência em ofertas dessa natureza.

19. Entende-se, todavia, que a proposta constante do Edital de Audiência Pública não atende plenamente a esse objetivo. Ao apenas suprimir a possibilidade de interferências compradoras no âmbito de leilão de OPA para aquisição de controle, a regra não exprime o procedimento construído no âmbito do Processo CVM SEI nº 19957.003817/2018-41, em que tais normas foram desafiadas, detidamente analisadas e exploradas ao extremo para alcançar o processo que enfim disciplinou àquela concorrência.

20. Reconhece-se que, haja vista as suas especificidades, o lançamento de OPAs concorrentes para aquisição de controle pode requerer a adoção de procedimentos diferenciados para se adequar às características de cada caso.

21. O Colegiado, no entanto, estabeleceu importante conjunto de parâmetros e procedimentos àquele caso que podem nortear o tratamento dispensado a futuros casos similares, sem prejuízo de eventuais adaptações a alterações que se justifiquem à luz de caso concreto.

22. Propõe-se, assim, que o art. 12 da ICVM 361/02 seja alterado para refletir o entendimento consolidado pelo Colegiado no âmbito do caso acima referido, regendo-se as OPAs concorrentes para aquisição de controle por procedimento com as seguintes principais características:

(i) realização de leilão conjunto unificado;

(ii) OPAs concorrentes somente poderão ser lançadas até 20 dias antes da realização do leilão;

(iii) o preço ofertado pelos ofertantes somente poderia ser aumentado até 10 dias antes da realização do leilão;

(iv) a publicação na imprensa de eventuais aditamentos aos editais da OPA poderia ocorrer em até 2 dias úteis após a sua efetiva divulgação pela rede mundial de computadores (nos sites do

ofertante, companhia objeto da OPA e via Sistema Empresas.NET);

(v) a possibilidade de interferência compradora no leilão conjunto, desde que comprovado o atendimento ao disposto no art. 7º, §4º, da ICVM 361/02;

(vi) o art. 12, § 7º, da ICVM 361/02 não será aplicável caso seja divulgada a intenção de interferir na OPA, permitindo, assim, a elevação do preço da OPA; e

(vii) os ofertantes e pessoas a ela vinculadas não poderão figurar como interferentes no leilão.

23. Alternativamente, caso esta D. Autarquia opte por manter a proposta originalmente constante do Edital de Audiência Pública, eliminando a possibilidade de interferências compradoras em OPA para aquisição de controle, sugere-se ajuste na redação do atual § 7º do art. 12 da ICVM 361/02.

24. Referido ajuste se justificaria 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.

25. Isso porque, sendo o leilão das OPAs realizado de forma unificada, não haveria motivos para vedar ao ofertante a possibilidade de elevar o preço ofertado durante o leilão. Ao contrário, no âmbito do leilão todos os ofertantes estariam atuando em igualdade de condições, e, por outro lado, os acionistas destinatários da OPA seriam beneficiados com o potencial aprimoramento do preço das respectivas ofertas.

b. *Proposta de redação*

26. Considerando o acima exposto, propõe-se que o artigo 12 da ICVM 361/02 seja adaptado para refletir as conclusões e o procedimento definido no âmbito do Processo CVM SEI nº 19957.003817/2018-41.

27. Alternativamente, caso não seja adotada a proposta acima, sugere-se adaptar a redação do atual §7º do art. 12 da ICVM 361/02 no seguinte sentido:

"Art. 12.

(...)
§ 7º Em se tratando de OPA para aquisição do controle, o ofertante não poderá elevar o preço no leilão caso tenha sido publicado edital ou solicitado registro de OPA para aquisição de controle concorrente**, exceto se o leilão das OPAs concorrentes for realizado de forma unificada**".

III. Preço em OPAs unificadas (art. 34, §3º)

a. *Comentário Stocche Forbes*

28. Como se sabe, o artigo 34 da ICVM 361/02 prevê que, em situações consideradas excepcionais, a CVM pode autorizar a adoção de procedimentos diferenciados para a realização de OPA.

29. Tais procedimentos diferenciados podem contemplar a unificação de ritos de mais de uma oferta, ou mesmo a dispensa de determinadas formalidades previstas em normas da Autarquia com relação ao processo de oferta pública, como a publicação de edital ou a elaboração de laudo de avaliação.

30. Conforme entendimento consolidado em diversos precedentes ao longo dos anos, a CVM avalia se os procedimentos e formalidades em questão são de fato justificáveis à luz das circunstâncias do caso concreto. Amparada nessa análise, a Autarquia admite a dispensa de formalidades ou a customização de procedimentos em determinadas situações, como, por exemplo, em casos nos quais a formalidade não beneficia nem protege os destinatários da oferta e, por outro lado, pode vir a representar burocracia ou custos desnecessários à sua efetivação, ou mesmo, em casos extremos, inviabilizar a própria oferta.

31. No tocante especificamente à unificação de ritos, a CVM reconhece que, como medida de eficiência e otimização, caso a ofertante deseje ou necessite realizar mais de uma modalidade de OPA para atingir a finalidade pretendida, é possível, em tese, o lançamento de uma única oferta.

32. Não sem motivo, cada modalidade de OPA deve atender a condições e requisitos próprios, em relação a aspectos como registro, exigência de laudo de avaliação, destinatários e preço. Nesse contexto, considerando que o adequado lançamento da OPA requer a observância a tais requisitos, a CVM já consolidou o entendimento de que, para que seja admitida a unificação, o ofertante deve atender aos requisitos aplicáveis a todas as modalidades de OPA que pretenda unificar.

33. Verifica-se a possibilidade de compatibilizar os procedimentos em questão, aprovando-se ao final, caso as circunstâncias e características assim justifiquem, rito que

seja eficiente, menos custoso, e que não prejudique os direitos e garantias estendidos aos destinatários da OPA – inclusive quanto a preço.

34. Nesse cenário, tem sido usual a adoção de procedimentos unificados, em especial com relação a modalidades de OPA passíveis de compatibilização. Exemplos recorrentes são casos em que o ofertante decide cumular o lançamento de OPA para saída de segmento de listagem na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3") com a OPA para cancelamento de registro como emissor. Também é comum a realização de oferta unificada cumulando os procedimentos aplicáveis à OPA por alienação de controle e à OPA para cancelamento de registro.

35. Como acima exposto, reconhece-se e concorda-se integralmente com a posição adotada por esta Autarquia a partir do art. 34, §2º, da ICVM 361/02: a compatibilização dos procedimentos requer a satisfação integral dos requisitos aplicáveis a ambas as modalidades de OPA, sem prejuízo para os seus destinatários. Essa análise é pressuposto da própria viabilidade de unificação.

36. Notadamente com relação ao preço a ser ofertado, portanto, os destinatários da OPA devem ter assegurado o seu direito de alienarem suas ações por montantes que atendam aos requisitos das respectivas modalidades unificadas.

37. Nesse contexto, o Edital de Audiência Pública propõe expressamente consignar na ICVM 361/02 que, na hipótese de unificação de procedimentos, o preço da OPA deve atender simultaneamente aos requisitos de todas as modalidades que se pretende unificar.

38. Ocorre que a inclusão proposta, além de não estar lastreada no que exige a própria Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada ("Lei das S.A."), e a ICVM 361/02, em determinadas circunstâncias, poderá ocasionar situações de desequilíbrio. Exemplo claro dessa questão pode se materializar na unificação das modalidades de OPA por alienação de controle e de OPA para cancelamento de registro.

39. De início, cabe realçar que tais modalidades de OPA consubstanciam ofertas obrigatórias destinadas a prover os seus respectivos destinatários de eventos de liquidez para alienarem suas ações. Seja por conta da existência de novo acionista controlador da companhia (caso da OPA por alienação de controle), seja por conta do fechamento de capital (caso da OPA para cancelamento de registro).

40. Ambas as modalidades possuem requisitos de preço sabidamente distintos, despertando aos ofertantes a obrigação de formular tais ofertas em conformidade com os respectivos requisitos.

41. Para o cancelamento de registro, o art. 4º, §4º, da Lei das S.A. estabelece que a companhia ou o acionista controlador deve "formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia". Na mesma linha, o art. 16 da ICVM 361/02 condiciona o cancelamento do registro à formulação de OPA aos demais acionistas da companhia, observado que, nos termos do inciso I, "o preço ofertado deve ser justo, na forma estabelecida no §4º do art. 4º da Lei 6.404/76, e tendo em vista a avaliação a que se refere o §1º do art. 8º".

42. Isto é, tanto a Lei das S.A. quanto a ICVM 361/02 definem como requisito para efetivação do cancelamento do registro a formulação de uma OPA a preço justo – apurado em laudo de avaliação. A norma assegura, pois, o direito dos acionistas de alienar a sua participação a preço justo, obrigando a própria companhia ou seu acionista controlador a adquirir as ações em circulação com base em tais critérios de preço.

43. Por outro lado, em se tratando da OPA por alienação de controle, o art. 254-A da Lei das S.A. determina como própria condição da aquisição de controle que o adquirente assegure aos demais acionistas com direito a voto preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle – o chamado *tag along*. Observa-se, inclusive, que esse patamar de 80% poderá ser superior, a depender, por exemplo, de direito assegurado em virtude de regulamentos de listagem ou disposições estatutárias.

44. Para a OPA por alienação de controle (regida essencialmente pelos arts. 29 e seguintes da ICVM 361/02), em regra é dispensada a elaboração de laudo de avaliação. O preço da OPA estará vinculado ao valor efetivamente pago a título da aquisição de controle, estendendo-se aos minoritários com direito a voto, na prática, o direito de alienar suas próprias ações em condições similares (ou referenciadas) ao antigo controlador.

45. Ressalta-se, ainda, que o *tag along* incide sobre os termos e condições da aquisição de controle. Nessa direção, por exemplo, caso o preço de aquisição do controle da companhia seja composto por parcelas futuras (certas ou incertas), tais condições deverão ser replicadas, na forma da norma, aos destinatários da OPA. O mesmo ocorre à forma de pagamento, devendo ser estendidas, inclusive, eventuais garantias de pagamento das parcelas futuras.

46. Especialmente nesse cenário, naturalmente, a unificação de procedimentos entre a OPA por alienação de controle e a OPA para cancelamento de registro ganha contornos menos lineares de compatibilização no que se refere a preço.

47. Afinal, por um lado, para efetivar o cancelamento de registro da companhia

o ofertante deve formular OPA a preço justo, conforme apurado em laudo de avaliação nos termos da norma. Por outro, em virtude da aquisição de controle, o ofertante também é obrigado a formular OPA aos minoritários consoante os termos e condições em que se materializou a aquisição do controle (observando-se ao menos o patamar legal de 80%), inclusive quanto a eventuais parcelas futuras e demais condições que compõem o preço.

48. Nesses casos, sendo o valor apurado pelo laudo de avaliação superior à parcela à vista do preço da alienação de controle, parece natural que, para a compatibilização de procedimentos, assegurem-se aos destinatários da OPA duas opções de pagamento distintas.

49. Em primeiro lugar, pois tanto a OPA por alienação de controle quanto a OPA para cancelamento de registro são modalidades de OPA obrigatórias decorrentes de exigências da Lei das S.A., respectivamente, de "fazer oferta pública de aquisição" (art. 254-A) e "formular oferta pública para adquirir" (art. 4º, §4º) as ações dos demais acionistas, nos termos e conforme os requisitos de preço aplicáveis a cada modalidade.

50. Isto é, pela própria natureza das ofertas públicas, não se exige do ofertante a efetiva aquisição das ações. O ofertante deve obrigatoriamente formular as ofertas de acordo com os requisitos aplicáveis à cada modalidade – o que é plenamente observado ao se assegurar aos minoritários duas alternativas de preço, em conformidade com os respectivos requisitos de preço. O direito de aderir à oferta, alienando ou não as ações de sua titularidade, é prerrogativa exclusiva do acionista destinatário.

51. Em segundo lugar, pois especialmente nos casos em que o preço para aquisição do controle é composto por parcelas futuras (incertas ou não), em uma oferta unificada com o cancelamento de registro, assegurar as duas opções de pagamento aos acionistas se torna a solução mais equilibrada.

52. A depender das circunstâncias do caso, é possível que o preço justo por ação apurado no laudo de avaliação (para atender ao requisito para cancelamento de registro) seja superior ao preço da aquisição de controle. Nesse caso, naturalmente, não há maiores complexidades: sendo uma alternativa de preço diretamente superior à outra, seria ilógico prover ao destinatário duas opções de preço, na medida em que em, ao menos em tese, não haveria quaisquer razões para que ele venha a aderir ao preço menor.

53. Situação diferente, contudo, ocorre quando o preço justo por ação (ofertado para o cancelamento do registro) é superior à parcela à vista do preço por ação ofertado em condições similares à aquisição do controle, mas inferior ao preço total ofertado a esse título.

54. Nesses casos, deve ser assegurado ao destinatário da OPA o direito de aderir à opção de pagamento que mais se afigure conveniente a seu juízo, podendo essa decisão considerar, inclusive, o ânimo de aguardar ou não o recebimento de parcelas futuras, ou mesmo o risco de eventualmente não receber tais parcelas futuras, caso essas sejam incertas.

55. Ao ofertante, em contrapartida, cabe assegurar que ambas as alternativas de preço observem estritamente os seus respectivos requisitos, assim como permitir que essa decisão do destinatário da OPA seja tomada de forma absolutamente livre, informada e incondicionada.

56. Isto é, nos documentos da oferta, o ofertante deve descrever as condições inerentes a ambas as alternativas de preço da forma mais transparente, minuciosa e equilibrada possível, cuidando para que a decisão do acionista não seja indevidamente influenciada por quaisquer fatores. Deve ser evitada não apenas a desinformação, como também qualquer disposição do edital que induza o acionista a aceitar uma das alternativas.

57. Feitas essas considerações, assinala-se que, nesse caso, ao se admitir a proposta constante do Edital de Audiência Pública, com a exigência de ambas as alternativas de preço cumprirem simultaneamente todos os requisitos aplicáveis a ambas as modalidades de oferta, a redação do dispositivo não apenas iria além do que exige a norma, como causaria situações práticas contrárias à natureza das ofertas.

58. Pela proposta do Edital de Audiência Pública, o ofertante poderia a ser obrigado a ofertar aos destinatários preço por ação superior ao efetivamente pago a título da aquisição de controle – isto é, assegurando-lhes no mínimo o recebimento do preço justo (superior à parcela à vista do preço da aquisição de controle), acrescido ainda da possibilidade de receber parcelas futuras.

59. Na prática, assim, o acionista minoritário poderia receber preço por ação mais vantajoso do que o preço recebido pelo próprio alienante do controle de dita companhia, ocasionando espécie de "prêmio invertido", certamente não previsto na norma, tampouco alinhado à natureza e ao objetivo das ofertas públicas.

60. Nesse sentido, propõe-se que o novo §3º inserido no artigo 34 da ICVM 361/02 seja ajustado de modo a esclarecer que todas as alternativas de preço ofertadas aos destinatários da OPA devem atender aos requisitos da respectiva modalidade de oferta, assegurando-se aos destinatários o direito livre e incondicionado de aderir à opção de pagamento que lhe seja conveniente.

b. *Proposta de redação*

61. À luz do acima exposto, propõe-se que o § 3º do art. 34 da ICVM 361/02 passe a vigorar com a seguinte redação:

"Art. 34. (...)
(...)
§ 3º Na hipótese do § 2º, **observada a possibilidade de o ofertante ofertar alternativas de preço, cada alternativa deverá** ~~a OPA deverá ser formulada a um preço que satisfaça simultaneamente~~ **satisfazer** os requisitos ~~de todas as~~ **de pelo menos uma das respectivas** modalidades de OPA que se pretende aglutinar, ~~sem prejuízo da possibilidade de o ofertante incluir mais de uma opção de pagamento~~. **Caberá aos destinatários da OPA o direito individual e incondicional de escolher entre as alternativas de preço ofertadas.**

§ 4º Na hipótese do § 3º, as alternativas de preço ofertadas devem satisfazer, em conjunto, os requisitos de todas as modalidades da OPA que se pretende aglutinar".

62. Ressalta-se que as marcas acima consideram as alterações ora sugeridas tendo como base a redação do dispositivo proposta pelo Edital de Audiência Pública.

63. Uma vez examinadas as alterações propostas por esta D. Autarquia, nos termos do Edital de Audiência Pública, passa-se a abordar, nos itens abaixo, possíveis questões e disposições da ICVM 361/02 que poderiam ser aprimoradas na divulgada reforma mais ampla da norma ora em estudo.

IV. Exigência de publicação do instrumento da OPA (art. 11 da ICVM 361/02)

64. Atualmente, a ICVM 361/02 determina que todos os principais termos e condições da OPA sejam divulgados em instrumento, na forma de edital, para que os destinatários da oferta estejam aptos a tomada de decisão informada sobre a adesão ou não à oferta.

65. Nos termos do artigo 11 da norma, o edital deve ser publicado nos jornais de grande circulação utilizados pela companhia objeto.

66. Adicionalmente, exige-se, na forma do §2º do artigo 11, que o edital seja encaminhado ao diretor de relações com investidores da companhia objeto para que este

divulgue o documento ao mercado por meio da página eletrônica da companhia no Sistema Empresas.NET. Segundo o dispositivo, o edital também deve ser disponibilizado nos endereços do ofertante, instituição intermediária e companhia objeto, e nas suas respectivas páginas eletrônicas.

a. *Comentário Stocche Forbes*

67. A exigência de publicidade do edital, naturalmente, está relacionada à própria natureza pública da oferta, e aos princípios gerais aplicáveis às OPA.

68. Nesse sentido, é de se destacar que o inciso I do artigo 4º da ICVM 361/02 requer que a OPA seja "sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA (...)". O inciso II, por sua vez, estabelece que a OPA deverá ser "realizada de maneira a assegurar tratamento eqüitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA"

69. Assim, visando a dar concretude a tais princípios, o artigo 11 da ICVM 361/02 determina que a publicidade dos termos e condições da OPA, na forma de edital, seja providenciada pelo ofertante basicamente de três formas:

(i) por meio da publicação da íntegra do edital nos jornais de grande circulação utilizados pela companhia objeto;

(ii) por meio da disponibilização da íntegra do edital na sede da companhia objeto, do ofertante e da instituição intermediária, e nas suas respectivas páginas eletrônicas; e

(iii) por meio do encaminhamento do edital da OPA para o diretor de relações com investidores da companhia objeto para que este providencie a divulgação do edital ao mercado na página eletrônica da companhia no site da CVM, no Sistema Empresas.NET.

70. Contrapondo-se as três formas de publicidade do edital da OPA é possível alcançar, com razoável grau de certeza, algumas conclusões sobre sua efetividade e "custo-benefício".

71. Isso porque não há dúvidas de que, no atual estágio de desenvolvimento dos meios de comunicação, o acesso à informação via *internet* sobressai como a forma mais

eficiente, rápida e segura de assegurar que dita informação seja difundida de maneira equitativa e abrangente aos destinatários de uma OPA.

72. Desse modo, ao se exigir que o edital da OPA seja divulgado na página da companhia objeto no Sistema Empresas.NET, os acionistas de referida companhia podem acessar instantaneamente, de forma eletrônica e gratuita, a íntegra dos termos e condições da OPA.

73. Soma-se a isso o fato de que, pela sua relevância, a divulgação de edital de OPA tendo por objeto ações de emissão da companhia usualmente é objeto de divulgação adicional pela companhia em atendimento às normas aplicáveis, seja por meio de fato relevante, seja por meio de comunicado ao mercado. Isto é, a informação sobre a realização da OPA torna-se pública ao mercado, e especialmente aos acionistas da companhia, de forma instantânea, sendo de se esperar que estes acompanhem as divulgações da companhia de seu interesse.

74. Logo, sob a perspectiva dos acionistas destinatários, a divulgação do edital via Sistema Empresas.NET da companhia objeto torna-se o canal mais efetivo e prático para acessar a íntegra dos termos e condições da OPA.

75. Igualmente contribui para a publicidade do edital da OPA o fato de o documento ser disponibilizado também na sede e nas páginas eletrônicas da companhia, do ofertante e da instituição intermediária (naturalmente, pela praticidade, o acesso pelas páginas eletrônicas torna-se mais recorrente e eficiente).

76. De outro lado, por sua vez, a divulgação do edital por meio do Sistema Empresas.NET e a sua disponibilização nas páginas eletrônicas da companhia, do ofertante e da instituição intermediária, evidentemente tornam-se a maneira menos custosa e mais eficiente de o ofertante assegurar a publicidade do edital da OPA. Assim como, por consequência, o respeito aos princípios gerais que regem o processo, e que notadamente exigem do ofertante o tratamento indistinto e equitativo dos destinatários, e a disponibilização de todos os elementos necessários para sua tomada de decisão refletida e independente.

77. Nesse cenário, cabe realçar que a exigência de publicação do edital da OPA nos jornais de grande circulação utilizados pela companhia objeto, em regra, consiste num custo substancial para o ofertante que não se reverte em benefícios com relação à publicidade dos termos e condições da oferta.

78. A esse respeito, lembra-se que, por conter a íntegra dos termos e condições

da OPA, os editais usualmente são documentos extensos, exigindo espaço considerável para sua publicação nas vias físicas de jornais de grande circulação, o que torna a sua publicação invariavelmente um custo expressivo.

79. E custos dessa natureza e desse porte, evidentemente, acabam por afetar decisões que possam ter por meio ou consequência o lançamento de OPA.

80. Como se sabe, a ICVM 361/02 foi editada há quase duas décadas, num momento em que a internet não tinha sequer vestígios do poder de difusão e abrangência que dispõe atualmente.

81. Em verdade, o próprio mercado de capitais hoje apresenta características e procedimentos substancialmente distintos daqueles que marcavam a sua dinâmica no início dos anos 2000. Nos dias atuais, prevalecem no mercado de capitais as interações entre os seus participantes por meio eletrônico, assim como a automatização dos procedimentos e a instantaneidade das informações.

82. É inegável a tendência de digitalização dos processos e formas de comunicação experimentada pelo mercado, e que tem sido paulatinamente refletida nos próprios procedimentos e normas da CVM. Reconhece-se, pois, a substancial redução de custos, bem como os ganhos de eficiência proporcionados pela digitalização dos procedimentos, que têm tornado a própria regulação do mercado mais alinhada a sua própria realidade – e, consequentemente, mais efetiva.

83. Nessa direção, atenta e sensível a essa realidade, a CVM tem sido ativa no estudo e adoção de medidas visando à redução do custo de observância entre os participantes do mercado de capitais, o que, de forma estruturada, vem sendo avaliado no âmbito do Projeto Estratégico de Redução de Custo de Observância Regulatória – atualmente em fase de implementação[1].

84. Além disso, embora esse objetivo já integre o seu mandato legal e seja ativamente perquirido pela Autarquia, recorda-se que a otimização da regulação também foi objeto da recente Medida Provisória nº 881, de 30.4.2019.

85. Dentre outras questões, referido diploma, em seu artigo 4º, VI, estabelece determinadas garantias de livre iniciativa, reforçando o dever das entidades da Administração Pública de eliminar e evitar medidas que tenham por consequência

[1] Conforme divulgado pela própria CVM, o Projeto Estratégico de Redução de Custo de Observância Regulatória foi aprovado pelo Comitê de Governança Estratégica da Autarquia em novembro de 2017 e cuja primeira fase, focada essencialmente em mudanças regulatórias de menor complexidade, já resultou na edição da Instrução CVM nº 604, de 13.12.2018.

"aumentar os custos de transação sem demonstração de benefícios". Adicionalmente, o artigo 5º da norma também reitera a necessidade de consideração e análise do impacto regulatório da regulamentação e eventuais alterações.

86. Por todo o exposto, entende-se que a adaptação da ICVM 361/02 com vistas a excluir a obrigação de publicação do edital da OPA em jornais de grande circulação:

(i) reduziria sensivelmente os custos de transação aplicáveis às OPA;

(ii) não ocasionaria qualquer prejuízo aos destinatários da oferta ou ao bom funcionamento do mercado de capitais, na medida em que a publicidade da OPA seria preservada graças à divulgação do edital pelos outros canais atualmente já previstos na ICVM 361/02, com destaque para a sua divulgação nas páginas eletrônicas da companhia, da ofertante e da instituição intermediária, bem como pelo Sistema Empresas.NET; e

(iii) está plenamente alinhada aos divulgados objetivos desta Autarquia, e às próprias normas que vinculam a Administração Pública, reduzindo os custos de observância entre os participantes do mercado sem ampliar de qualquer forma riscos próprios do procedimento;

87. Nessa direção, propõe-se, como regra geral, a não obrigatoriedade da publicação do edital da OPA.

88. Ressalva-se, contudo, que o art. 258 da Lei das S.A. determina expressamente que, especificamente nos casos de OPA voluntária para aquisição de controle, o edital deverá ser publicado na imprensa.

89. Com relação à OPA para aquisição de controle, assim, tendo em vista a exigência legal, propõe-se que enquanto perdurar a determinação da Lei das S.A. nesse sentido, a ICVM 361/02 seja adaptada para refletir que será considerado "publicado na imprensa" o edital que seja disponibilizado, em sua íntegra, em seção disponível para acesso gratuito de portal de notícias com página na rede mundial de computadores.

b. *Proposta de redação*

90. Considerando as razões acima detalhadas, propõe-se que o atual artigo 11 da ICVM 361/02 seja alterado de modo a suprimir a obrigatoriedade de publicação do edital da OPA em jornais de grande circulação, ressalvada a exigência legal aplicável à OPA para aquisição de controle, e que determina a sua publicação na imprensa.

91. Em virtude dessa alteração, sugere-se que o dispositivo seja alterado para refletir a nova dinâmica de comunicações e envio de documentos com vistas a assegurar que o edital da OPA possa ser divulgado, em tempo hábil, pelo diretor de relações com investidores da companhia, sem prejuízo dos demais prazos previstos na norma e excetuado o tratamento específico concedido pela norma à OPA para aquisição de controle.

92. Para refletir essa nova dinâmica, propõe-se que o artigo 11 da ICVM 361/02 tenha a seguinte redação:

"~~Publicação~~ **Divulgação do edital**

Art. 11. O instrumento de OPA deverá ser ~~publicado~~ **divulgado**, sob a forma de edital~~ nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia objeto, observando-se o~~**, no** prazo máximo de 10 (dez) dias, após a obtenção do registro na CVM, quando este for exigível.

§1o ~~Da publicação do~~ **Do** instrumento da OPA constará, ainda, se for o caso, a data do deferimento do pedido de registro da OPA na CVM, com a informação, em destaque, de que o deferimento do pedido de registro da OPA não implica, por parte da CVM, garantia da veracidade das informações prestadas, julgamento sobre a qualidade da companhia objeto ou o preço ofertado pelas ações objeto da OPA.

§ 2º ~~O~~ **Salvo o previsto no § 3º, o** edital deverá ser~~ também encaminhado ao~~ **divulgado pelo** diretor de relações com investidores da companhia objeto~~, para que este o divulgue imediatamente ao mercado,~~ por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, ficando ainda disponível a eventuais interessados, no mínimo, na CVM, na bolsa de valores ou na entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto, bem como acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da companhia objeto, se esta o possuir.

§ 3º Na hipótese de OPA voluntária para aquisição do controle de companhia aberta, considera-se publicado na imprensa, para os fins do art. 258 da Lei 6.404/76, o instrumento da OPA que for divulgado, em sua integralidade, em portal de notícias com página na rede mundial de computadores que o disponibilize em seção disponível para acesso gratuito, observada a política de divulgação de informações da companhia objeto.

§ 4º Caso o ofertante não seja a própria companhia objeto, deverá encaminhar o edital ao diretor de relações com investidores da companhia objeto até o dia útil imediatamente anterior ao exaurimento do prazo previsto no caput deste artigo".

93. Adicionalmente, como consequência da supressão da obrigatoriedade de publicação do edital da OPA, os artigos 2º, 4º, 4º-A, 5º, 10, 12, 13-A, 15-B e 32-C, e o item II, "f", do Anexo I, da ICVM 361/02 também teriam a sua redação ajustada e compatibilizada.

94. A versão marcada da ICVM 361/02, refletindo tais ajustes (e as demais alterações nos termos aqui propostos), acompanha esta manifestação como **Anexo I**.

V. Período da OPA (art. 3º, VII)

a. *Comentário Stocche Forbes*

95. Atualmente, o art. 3º, VII, da ICVM 361/02 define como período da OPA aquele período compreendido entre: (a) a data de divulgação da OPA ao mercado; e (b) a data de realização do leilão ou revogação da OPA.

96. Essa definição é importante para o adequado lançamento e transcurso da OPA na medida em que, durante o período da OPA, a norma estabelece uma série de regras especiais que devem ser observadas pelo ofertante e pessoas a ele vinculadas.

97. Nesse sentido, por exemplo, o art. 15-A descreve operações cuja realização é proibida para o ofertante e pessoas a ele vinculadas durante o período da oferta. De modo a evitar efeitos indesejados sobre o regular curso das negociações com ações de emissão da companhia em questão, é vedado ao ofertante e pessoas a ele vinculadas: (i) a alienação, direta ou indireta, de ações da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA; (ii) a aquisição de ações da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA (no caso de OPA parcial); e (iii) a realização de operações com derivativos referenciados em ações da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA.

98. Adicionalmente, o art. 15-B também define parâmetros de preço com base em negócios eventualmente realizados durante o período da OPA, estabelecendo que o preço por ação da OPA não poderá ser inferior ao maior preço por ação pago pelo ofertante ou pessoas a ele vinculadas durante aludido período.

99. Fato é que os termos atualmente adotados pela ICVM 361/02 para circunscrever o período da OPA, na prática, podem gerar situações que permitem interpretações diversas.

100. É o caso, por exemplo, de OPAs por alienação de controle. Dada a crescente complexidade dos negócios jurídicos, em especial envolvendo a transferência de controle de companhia aberta, não é raro que a efetivação das operações de aquisição de controle se sujeite a determinadas condições precedentes.

101. Com isso, a data de celebração do contrato ou instrumento que disciplina a transferência das ações representativas do controle de companhia aberta pode não coincidir com a efetiva transferência de controle – o que somente se materializa após a verificação ou renúncia de tais condições precedentes.

102. Nessa situação, usualmente a realização da OPA por alienação de controle é divulgada ao mercado no momento da assinatura do contrato de compra e venda das ações – ainda que com as ressalvas necessárias quanto às condições precedentes ao fechamento da operação. A efetiva transferência das ações, contudo, que de fato irá desengatilhar a obrigação de lançamento da OPA por vezes somente irá se materializar semanas ou meses depois da celebração do contrato que rege a transferência.

103. Com essa dicotomia, é comum o surgimento de discussões a respeito do efetivo marco inicial do período da OPA, que poderá afetar o conjunto de obrigações aplicáveis ao ofertante e às pessoas a ele vinculadas. Isto é, o período da OPA teria início já no momento em que é divulgada a celebração do instrumento que disciplina a transferência do controle ou apenas no momento em que a transferência de fato se efetiva?

104. Nesse sentido, a reforma da ICVM 361/02 afigura-se uma importante oportunidade para esta D. Autarquia esclarecer o seu entendimento a respeito do marco que reputa adequado para o início do período da OPA.

105. Nesse contexto, a redação a seguir submetida à avaliação desta D. Autarquia com vistas a tratar a situação excepcional acima exposta, sugere definir que, no caso de

OPA para alienação de controle, o marco inicial para o período da OPA seria a divulgação da efetiva transferência de controle.

106. Ressalta-se, ainda, que tal interpretação poderia ser estendida, de forma coerente, ao prazo estipulado no art. 9º da ICVM 361/02, conforme já reconhece o §2º do art. 29 da instrução.

107. Isso porque, segundo o art. 9º, nas OPAs obrigatórias (como a OPA por alienação de controle), o pedido deverá ser protocolado na CVM em até 30 dias contados do fato relevante ou deliberação que noticiar a realização da OPA. Naturalmente, tendo em vista que os termos e condições da OPA por alienação de controle serão referenciados nos termos e condições da alienação em si, o art. 29, §2º, da ICVM 361/02 reconhece que somente será possível definir os termos e condições da OPA, e apresentar o respectivo requerimento de registro na CVM, após a celebração do instrumento definitivo de alienação do controle, já considerando a estruturação final da operação.

b. *Redação proposta*

108. Tendo em vista as observações acima, sugere-se que o art. 3º, VII, da ICVM 361/02 passe a vigorar com a seguinte redação:

> "Art. 3º. (...)
> (...)
> VII – período da OPA: período compreendido entre: (a) a data em que a OPA for divulgada ao mercado, ainda que da forma prevista no art. 4º-A, §2º, II**, exceto no caso da OPA por alienação de controle, em que o período da OPA terá início na data de divulgação do fato relevante sobre a conclusão das operações negociadas ou na data de efetiva transferência do bloco de controle ou de direitos que resultem na alienação do controle**; e (b) a data de realização do leilão ou da revogação da OPA;"

VI. *Quora* de aceitação (art. 15)

a. *Comentário Stocche Forbes*

109. Nos termos do art. 15 da ICVM 361/02 atualmente vigente, exceto no caso de OPA por alienação de controle, sempre que for formulada OPA pela própria companhia objeto, seu acionista controlador ou pessoas a ele vinculadas, deverão ser observados os quóruns previstos em referido dispositivo.

110. Em apertada síntese, o art. 15 da ICM 361/02 estabelece mecanismo de proteção de liquidez das ações eventualmente remanescentes, determinando que, caso em tais OPAs ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, o ofertante deverá alternativamente: (i) adquirir até 1/3 das ações, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, observada a regra transitória do art. 37, §§ 1º e 2º; **ou** (ii) desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente indicada no edital da OPA.

111. Ocorre que a redação atual do dispositivo enseja determinadas complexidades que poderiam ser mitigadas ou esclarecidas na oportunidade da reforma da ICVM 361/02.

112. A esse respeito, destaca-se que o "caput" e o inciso I do art. 15 revelam critérios aparentemente inconsistentes entre si.

113. Isso porque, pela redação do "caput" do art. 15, entende-se que o *quorum* de aceitação deverá ser apurado com base nas ações em circulação na data de publicação do edital da referida OPA – ou seja, o dispositivo será aplicável caso mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações atualmente em circulação aceitem a OPA.

114. Em sentido diverso, contudo, o inciso I estabelece que o ofertante estaria limitado a adquirir 1/3 das ações em circulação, mas que esse limite, em linha com o art. 37, §1º, seria "calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM n.º 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".

115. Entende-se que, de modo a simplificar a dinâmica aplicável ao lançamento das OPAs, seria importante alinhar os parâmetros de cálculo previstos no "caput" e no inciso I do art. 15 da ICVM 361/02. Nessa direção, sugere-se que o limite constante do inciso I também seja calculado considerando a base acionária atual da companhia.

b. *Proposta de redação*

116. Em linha com as observações acima indicadas, propõe-se que o art. 15, I, da ICVM 361/02 passe a vigorar com a seguinte redação:

"Art. 15. (...)

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"

VII. Emissor em recuperação ou falência (novo art. 35)

a. *Comentário Stocche Forbes*

117. Em caso recentemente analisado pelo Colegiado (Processo CVM SEI nº 19957.010832/2017-10, julgado em 28 de agosto de 2018), o órgão firmou entendimento acerca da possibilidade de realização de OPA tendo por objeto as ações emitidas por companhia em recuperação judicial.

118. De modo a prover segurança jurídica à disciplina aplicável a situações dessa natureza, e esclarecer os participantes do mercado a esse respeito, considera-se importante que a ICVM 361/02 preveja, no capítulo referente às situações excepcionais, o tratamento dispensado a tais OPAs, em linha com a posição do Colegiado.

119. Como se sabe, no caso de emissores em recuperação ou falência, a indefinição acerca da continuidade operacional da respectiva companhia pode conduzir o auditor independente à emissão de relatório com opinião modificada ou abstenção de opinião. Isso porque, com o curso da recuperação ou falência, a premissa de continuidade operacional adotada pelo auditor pode não se revelar verdadeira – o que somente se confirmará (ou não) a depender do desfecho de aludido processo.

120. Ocorre que, nos termos do artigo 4º, II, da ICVM 361/02, os acionistas destinatários da OPA devem ter assegurados os elementos necessários à tomada de decisão refletida e independente quanto à aceitação da oferta. Adicionalmente, conforme o item III do Anexo III da ICVM 361/02, as informações constantes de eventual laudo de avaliação da companhia objeto da OPA devem ser baseadas nas demonstrações financeiras de auditadas da companhia avaliada. Soma-se a isso, por fim, que na hipótese de o emissor apresentar demonstrações financeiras acompanhadas de relatório com abstenção de opinião ou opinião modificada, a Superintendência de Relações com Empresas – SEP já manifestou posição no sentido de que o emissor não estaria com o registro atualizado, o que comprometeria o lançamento da OPA.

121. Nesse contexto, no caso anteriormente referido, discutiu-se se na situação acima descrita, seria possível o lançamento de OPA tendo por objeto as ações de emissor em recuperação, cujas demonstrações financeiras vinham acompanhadas de relatório do auditor com abstenção de opinião.

122. Na ocasião, ao final, o Colegiado reconheceu que caso a opinião modificada ou abstenção de opinião do auditor tenham por base exclusivamente a incerteza quanto à continuidade operacional da companhia, não seria proporcional impedir o lançamento de OPA.

123. De fato, pois, acabou-se por reconhecer que, não sendo identificados problemas ou vícios nos números e informações financeiras da companhia, não seria razoável afirmar que os acionistas da companhia destinatários da OPA não disporiam dos elementos suficientes para a tomada de decisão quanto à aceitação da OPA.

124. Na prática, em outra direção, estar-se-ia diante de situação na qual a opinião modificada do auditor é inerente e consequência lógica da condição do emissor, não estando de forma alguma atrelada a qualquer comprometimento da qualidade da informação produzida pela companhia ou da sua respectiva avaliação elaborada nos termos da regulamentação aplicável.

125. Mais do que isso, o Colegiado salientou expressamente o caráter excepcional de tais situações, ressaltando que ao não se admitir o lançamento de OPA em tais condições, poder-se-ia materializar o efeito perverso de retirar dos acionistas minoritários importante evento de liquidez.

126. Pelo exposto, entende-se que seria pertinente refletir na ICVM 361/02 a posição firmada pelo Colegiado para casos excepcionais dessa natureza, em que o emissor se encontre em situação de recuperação ou falência. Para tanto, ainda, considera-se importante esclarecer que a avaliação de emissores nessa situação deverá adotar como critério o valor de patrimônio líquido avaliado a preços de mercado, tido como o mais adequado para refletir a efetiva apuração de valor da respectiva companhia.

b. *Proposta de redação*

127. À luz das observações acima, e de modo a esclarecer o tratamento a ser dispensado às OPAs que tenham por objeto ações de emissão de companhias em situação de recuperação ou falência, propõe-se a inclusão do novo art. 35-B, nos termos abaixo:

> "**Art. 35-B. Nos casos em que a companhia objeto da OPA seja emissor em recuperação ou falência, e que, em virtude dessa condição do emissor, o respectivo relatório do auditor independente contenha opinião modificada ou abstenção de opinião, a possibilidade de realização da OPA não restará prejudicada, observado o disposto nos §§ 1º e 2º abaixo.**

§ 1º. Nos casos previstos no "caput" deste artigo, em que o relatório do auditor independente contenha opinião modificada ou abstenção de opinião com base exclusivamente na incerteza referente à continuidade operacional do emissor, nos termos do item III do Anexo III, para elaboração do laudo de avaliação da companhia o avaliador somente poderá utilizar as demonstrações financeiras do emissor caso entenda que tais informações são consistentes.

§ 2º. Nos casos disciplinados neste artigo, tendo em vista a condição do emissor, o laudo de avaliação necessariamente deverá apurar o valor da companhia pelo critério do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado".

--*

Sendo o que havia para o momento, reiteram-se os votos de elevada estima e consideração e coloca-se à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Atenciosamente,

STOCCHE FORBES ADVOGADOS