Rio de Janeiro, 10 de junho de 2019.

À
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 02/19

Prezados Senhores,

1. Cumprimentando esta Comissão de Valores Mobiliários pela iniciativa de atualizar as normas regulamentares relativas aos procedimentos aplicáveis às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta ("OPA"), vimos, em atendimento ao Edital de Audiência Pública SDM nº 02/19 ("Edital"), apresentar nossos comentários à minuta de Instrução que pretende alterar certos dispositivos da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução 361") ("Minuta").

2. Nossa manifestação tem por objeto os seguintes aspectos da Minuta:

(i) a proposta de alteração do art. 10, § 3º, da Instrução 361;

(ii) a proposta de alteração do art. 12, §2°, II, da Instrução 361; e

(iii) a proposta de alteração do art. 34 da Instrução CVM nº 361.

Após apresentarmos nossas sugestões às alterações propostas pela Minuta, indicaremos possíveis pontos de reflexão para futuras reformas da Instrução 361.

1. Proposta de alteração do artigo 10, §3°, da Instrução 361

Contexto

3. Como se sabe, a Instrução 361 criou mecanismos para evitar que os acionistas destinatários de uma OPA se sintam pressionados a alienar suas ações no contexto da oferta.

4. Essa pressão – conhecida como "*pressure to tender*" – decorreria da incerteza em relação à quantidade de ações que seriam eventualmente alienadas ao ofertante no

âmbito da OPA. E isso porque, se aquela quantidade for expressiva, a liquidação da OPA poderá afetar substancialmente a liquidez das ações remanescentes.

5. A incerteza em questão poderia criar um "dilema do prisioneiro": se os destinatários não aderirem à OPA, as ações remanescentes terão sua liquidez preservada; por outro lado, diante da ausência de coordenação entre os destinatários da OPA, e sem que um destinatário saiba como agirão os demais, o risco de se permanecer em uma companhia emissora de ações sem liquidez pode configurar um estímulo para a adesão à OPA.

6. Para mitigar esse quadro de incerteza e estimular a liquidez das ações remanescentes após a OPA, a Instrução 361 estabelece duas regras, que devem ser compreendidas de forma complementar.

A regra de liquidação "1/3 – 2/3"

7. A primeira é aquela prevista no art. 15 da Instrução 361, de acordo com o qual "*[e]m 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 (...) adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes (...)*".

8. O mecanismo previsto no art. 15 assegura aos destinatários a possibilidade de mitigarem os impactos da OPA sobre a liquidez das ações remanescentes após a oferta, pois impõe uma limitação para que o ofertante adquira quantidade expressiva de ações em circulação, a qual somente será afastada mediante a adesão significativa dos titulares daquelas ações à oferta.

9. Atualmente, a única modalidade de OPA à qual não se aplica o mecanismo previsto no art. 15 da Instrução 361 é a OPA por alienação de controle.

10. Essa exceção justifica-se pelo fato de que aquela oferta visa, entre outros, a propiciar um evento de liquidez aos seus destinatários, em decorrência de uma alteração relevante na companhia – isto é, a alienação do controle acionário a um terceiro.

11. Em complemento àquela exceção, a Minuta propõe que o art. 15 deixe de incidir sobre a OPA por Aumento de Participação.

12. A nosso ver, trata-se de iniciativa louvável, tendo em vista que o pressuposto para que aquela oferta seja realizada é a ocorrência de um "*impedimento de liquidez*" (art. 4, §6°, da Lei das S.A.).

13. Nesse cenário, a aplicação da regra de "1/3 – 2/3" não só não parece condizente com o pressuposto de incidência da OPA por aumento de participação, como também poderia trazer prejuízo aos destinatários da oferta, na medida em que os obrigaria a eventualmente ratear as ações alienadas, permanecendo em uma companhia emissora de ações que supostamente perderam sua liquidez.

Opção de venda

14. A segunda regra criada pela Instrução 361 para mitigar os efeitos da OPA sobre a liquidez das ações remanescentes – e, consequentemente, para mitigar o referido problema de coordenação – é aquela prevista no art. 10, §2°:

> "*[r]essalvada 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 (...)*". (grifou-se)

15. Essa regra visa a permitir que os destinatários da oferta tenham uma nova oportunidade de alienar suas ações ao ofertante, caso a OPA resulte na aquisição de mais de 2/3 das ações em circulação – hipótese em o ofertante adquirirá quantidade expressiva de ações em circulação.

16. Atualmente, o art. 10, §2°, da Instrução 361 tem apenas uma exceção: a OPA por alienação de controle.

17. A nosso ver, essa exceção é coerente com a atual redação do art. 15, examinada acima. Com efeito, na OPA por alienação de controle não há uma restrição à liquidação da oferta, de modo que o ofertante poderá adquirir tantas quantas forem as ações objeto de ordens de venda no âmbito da oferta.

18. Nesse contexto, justamente porque os destinatários da oferta não dispõem de um mecanismo para mitigar os efeitos da OPA sobre a liquidez das ações remanescentes – a regra "1/3 – 2/3" –, a possibilidade de reverem sua decisão em momento posterior – a opção de venda – perde sentido.

A alteração proposta

19. Adicionalmente à proposta de alteração ao art. 15 descrita acima – para que ele deixe de incidir sobre as OPA por aumento de participação – a Minuta propõe que, quando se tratar dessa modalidade de oferta, o cômputo dos 2/3 de ações em circulação a que se refere o art. 10, §2°, da Instrução 361 considere as ações adquiridas pelo ofertante *antes da realização da OPA*.

20. *In verbis*:

> "*quando se tratar de OPA por aumento de participação, o patamar de 2/3 (dois terços) será computado em relação à soma: (a) das ações adquiridas antes da OPA por aumento de participação e que tornaram tal oferta obrigatória*"; *e (b) das ações adquiridas na OPA por aumento de participação*."

21. A nosso ver, a proposta tem dois problemas.

22. O primeiro é que ela não parece em harmonia com a louvável alteração que se pretende implementar no art. 15 da Instrução 361.

23. Como explicado, o pressuposto para que uma OPA por aumento de participação seja devida é a ocorrência de um "*impedimento de liquidez*". Nesse cenário, as preocupações com a manutenção da liquidez das ações remanescentes parecem ir de encontro à própria premissa da oferta: ou bem ocorreu um "*impedimento de liquidez*" que tornou a oferta devida, ou haverá, ainda, liquidez a ser preservada.

24. Nesse contexto, a partir do momento em que o mecanismo de resistência à OPA previsto no art. 15 da Instrução 361 deixa de se aplicar à OPA por aumento de participação – o que, insista-se, é de todo condizente com as finalidades e os pressupostos dessa modalidade de oferta –, não parece fazer sentido que se assegure aos acionistas *mais uma oportunidade de alienar suas ações após a realização da OPA*.

25. Essa oportunidade adicional não parece se justificar em um cenário de "*impedimento de liquidez*" – que já terá resultado na realização da OPA –, e tampouco parece se justificar no contexto em que os destinatários da oferta não mais disporão de

um mecanismo para evitar que a OPA resulte na aquisição, pelo ofertante, de uma quantidade significativa de ações em circulação, ainda que se trate de quantidade inferior a 2/3 daquelas ações.

26. Por essas razões, nossa visão é de que à OPA por aumento de participação deve-se aplicar exatamente o mesmo tratamento dado à OPA por alienação de controle, de modo que também naquela não se exija do ofertante a assunção da obrigação a que se refere o art. 10, §2°, da Instrução 361.

27. Mas ainda que essa sugestão não seja acatada, há um segundo problema com a alteração proposta pela Minuta.

28. Com efeito, a base utilizada para o cálculo dos 2/3 a que se refere o art. 10, §2°, da Instrução 361 é a *quantidade de ações em circulação que constituem objeto da OPA*.

29. A alteração proposta, entretanto, faz referência a uma fração que é calculada a partir de outra base de cálculo: o total de ações em circulação existentes *antes do momento em que a OPA por aumento de participação tornou-se devida.*

30. A combinação de frações calculadas sobre diferentes bases de cálculo provavelmente ocasionará insegurança jurídica, especialmente por se tratar de matéria em relação à qual já predominam diversas incertezas práticas – como é o caso do cômputo da quantidade de ações em circulação sobre a qual se deve calcular a fração de 1/3 que torna obrigatória a OPA por aumento de participação.

31. Por esse motivo, caso não se acolha a sugestão para se afastar a incidência do art. 10, §2°, da Instrução 361 às OPA por aumento de participação, sugere-se que não se promovam alterações adicionais a esse dispositivo, ou então que se unifiquem as bases de cálculo das frações a que se referem aquele dispositivo, mitigando-se as potenciais dúvidas que surgirão a esse respeito.

2. Proposta de alteração do artigo 12, §2°, II, da Instrução 361

Contexto

32. O art. 12 da Instrução 361 disciplina o procedimento de leilão a ser adotado nas diferentes modalidades de OPA.

33. Entre outras disposições, o art. 12 estabelece que o leilão deverá adotar procedimentos que assegurem "*a possibilidade de interferências compradoras, as quais*

poderão abranger lote de ações inferior ao objeto da OPA, procedendo-se ao rateio, salvo na OPA para cancelamento de registro, na OPA por aumento de participação e na OPA para aquisição de controle, casos em que as interferências deverão ter por objeto o lote total" (§2°, II).

34. Adicionalmente, o art. 12 dispõe que "*o interessado em interferir no leilão deve divulgar ao mercado, com 10 (dez) dias de antecedência, na forma prevista no art. 11, que tem a intenção de interferir no leilão, fornecendo as informações previstas na alíneas "a", "c" e "i" a "m" do inciso I do Anexo II, conforme aplicáveis*" (§4°).

35. Por fim, o art. 13 da Instrução 361 disciplina as OPA concorrentes – entre as quais merecem destaque, evidentemente, as OPA concorrentes para aquisição do controle acionário.

A alteração proposta

36. De acordo com o Edital, um precedente recente[1] indicou que a coexistência entre *(a)* a possibilidade de concorrência na OPA para aquisição de controle; e *(b)* a possibilidade de interferência compradora a que se refere o art. 12; poderia criar "*uma série de complexidades para os interessados em concorrer pela aquisição do controle, bem como para os demais envolvidos na oferta, que não necessariamente se revertem em benefícios para a companhia ou para os acionistas destinatários da oferta*".

37. Diante disso, a Minuta propõe a extinção da possibilidade de interferência nas OPA para aquisição de controle, de modo que eventual disputa pelo controle se dê exclusivamente por meio do lançamento de ofertas concorrentes – o que, segundo o Edital, privilegiaria "*a transparência e previsibilidade do processo e assegura[ria] aos investidores tempo suficiente para decidir sobre eventual desinvestimento de forma refletida*".

38. A nosso ver, ainda que a alteração proposta possa trazer maior previsibilidade para aqueles que disputam o controle, ela não deve ser considerada benéfica para os destinatários da oferta.

39. Como se sabe, a possibilidade de interferência no leilão da OPA – a qual deve ser precedida da divulgação tempestiva de uma série de informações – tem o potencial de

[1] Processo CVM SEI nº 19957.003818/2018-41. Julgado em 2 de maio de 2018. Relator: SRE/GER-1.

ocasionar um aumento do preço ofertado, como consequência da disputa travada no próprio leilão.

40. Com a possibilidade de interferência compradora, o leilão pode se tornar o principal ambiente de formação do preço ofertado – o que, de resto, é compatível com a própria natureza de um leilão. Por outro lado, sem a possibilidade de interferência, os preços passarão a ser indicados, de forma estática, apenas nos respectivos editais das ofertas concorrentes.

41. Nesse contexto, e ainda que o histórico de disputas pelo controle envolvendo a realização de OPA concorrentes para aquisição de controle seja incipiente no Brasil, parece-nos que a proposta de extinção da possibilidade de interferência vai de encontro ao melhor interesse dos acionistas destinatários da oferta, tendo em vista que desvirtua a natureza do leilão e evita que o preço da OPA seja aumentado por outro meio que não a divulgação de novos editais.

42. Em outras palavras: a alteração proposta ao art. 12 da Instrução 361 parece engessar eventuais disputas pelo controle de companhias com capital pulverizado, ao invés de incentivá-las por diferentes meios.

43. Diante disso, nossa sugestão é para que não se promovam alterações na atual redação do art. 12, §2°, II, da Instrução 361.

3. Proposta de alteração do artigo 34 da Instrução 361

Contexto

44. O art. 34 da Instrução 361 disciplina a adoção, em situações excepcionais, de procedimentos diferenciados para a realização da OPA.

45. Entre aqueles procedimentos, o §2° prevê a possibilidade de unificação de mais de uma modalidade de OPA, "*desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta*."

Alteração Proposta

46. Ao longo dos anos, a CVM se deparou com uma série de casos concretos que despertaram dúvidas quanto ao procedimento de unificação de ofertas. Entre outros aspectos, essas dúvidas se relacionavam aos critérios relativos ao preço das diferentes ofertas unificadas.

47. Nesse contexto, a Minuta propõe a inclusão de um §3° no art. 34 da Instrução 361, com o seguinte teor:

> "*Na hipótese do §2°, a OPA deverá ser formulada a um preço que satisfaça simultaneamente os requisitos de todas as modalidades de OPA que se pretende aglutinar, sem prejuízo da possibilidade de o ofertante incluir mais de uma opção de pagamento*".

48. Em complemento à louvável alteração proposta, sugerimos que a Instrução 361 passe a disciplinar, de forma expressa, uma situação relativa à unificação de ofertas: trata-se da hipótese de cumulação da OPA por alienação de controle com a OPA para cancelamento de registro.

49. Como se sabe, nas OPA por alienação de controle, a referência adotada para que se fixe o preço da oferta é o preço pago pelas ações de controle.[2]

50. Já nas OPA para cancelamento de registro, exige-se que o preço da oferta seja fixado com base no "preço justo" da ação, apurado com base nos critérios indicados no art. 4°, §4°, da Lei das S.A. – o qual permite a observância de "*outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários*".

51. Como se sabe, o preço pactuado nos negócios de alienação de controle costuma ser o melhor critério a indicar o "*preço justo*" das ações. E isso porque, geralmente, ele *(a)* é negociado entre partes independentes; *(b)* considera uma série de elementos relativos à atividade empresarial, ao patrimônio da companhia e aos seus fluxos financeiros; e *(c)* abrange um prêmio sobre o valor de mercado das ações, que não necessariamente seria capturado por um laudo de avaliação elaborado nos termos do art. 4°, §4°, da Lei das S.A.

52. Assim, a alteração ora proposta parece constituir uma excelente oportunidade para que o art. 34 da Instrução 361 passe a admitir, na hipótese de cumulação das referidas modalidades de OPA, que a integralidade do preço pago pelas ações de controle possa ser considerado como "*preço justo*" para os fins da OPA para cancelamento de registro, dispensando-se a elaboração de um laudo de avaliação nessa situação.

---

[2] De acordo com o art. 254-A da Lei das S.A. – aplicável às companhias listadas no segmento tradicional e no Nível 1 de governança corporativa da B3, salvo caso vigore dispositivo estatutário em sentido distinto –, o preço para a oferta corresponderia a 80% do preço pago pelas ações de controle. Por outro lado, segundo a regra do art. 37 do Regulamento do Novo Mercado e do art. 8.1 do Regulamento do Nível 2 da B3, para as companhias listadas nesses segmentos, o preço ofertado na OPA deve corresponder à totalidade do preço pago pelas ações de controle.

53. A nosso ver, essa possibilidade *(a)* reduziria os custos da OPA para cancelamento de registro, sem afetar a qualidade do preço fixado – dada a existência de uma referência adequada; e *(b)* não prejudicaria os destinatários da oferta, que poderiam continuar a se valer do mecanismo previsto no art. 4°-A da Lei das S.A. – isto é, a possibilidade de realização de uma nova avaliação, que confirme ou corrija o preço originalmente ofertado.

4. Pontos adicionais para futura reforma da Instrução 361

54. Por fim, tendo em vista a indicação de que "*a CVM gostaria de receber, além dos comentários às alterações apresentadas na Minuta, sugestões sobre outros possíveis ajustes à Instrução CVM 361 que poderão embasar uma futura revisão mais ampla da norma*", gostaríamos de sugerir que os seguintes pontos sejam objeto de atenção por parte da autarquia:

(a) ***Cálculo da quantidade de ações em circulação para os fins da OPA por aumento de participação***: O art. 26 da Instrução 361 estabelece que a OPA por aumento de participação será devida quando o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada adquiram "*ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total de ações de cada espécie e classe de ações em circulação, observado o disposto no §§1º e 2º do art. 37*". Adicionalmente, o "*total de ações de cada espécie e classe de ações em circulação*" deverá ser ajustado, nos termos do art. 35-A da Instrução 361. Como se sabe, o cálculo da quantidade de ações em circulação para os fins desse dispositivo tem despertado uma série de dificuldades práticas, tendo se criado uma fórmula para essa finalidade – cuja interpretação também despertou dúvidas concretas.[3] Nesse contexto, nossa sugestão é de que a fórmula concebida para o cômputo do total de ações em circulação seja objeto de minuciosa revisão, para que seja então devidamente refletida na norma regulamentar, mitigando a insegurança jurídica associada à sua aplicação.

(b) ***Aquisição de 1/3 das ações em circulação como evento que torna devida a OPA por aumento de participação e companhias listadas em segmentos especiais***: Como se sabe, ao regulamentar o art. 4º, §6º, da Lei das S.A., a CVM levou em consideração uma série de elementos próprios do contexto em que então se inseria o mercado de valores mobiliários brasileiro.

[3] Cf. Processo CVM n. RJ2010/13241. Julgado em 19 de abril de 2011. Relator: Diretor Otávio Yazbek.

Após a edição da Instrução 361, entretanto, uma série de eventos relevantes alterou profundamente a configuração de nosso mercado – como é o caso do sucesso dos segmentos especiais de listagem administrados pela B3. Esses segmentos especiais exigem das companhias que a eles aderirem a manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação.[4] Nesse contexto, a seguinte situação poderia ocorrer: o controlador de uma companhia listada em segmento especial poderia eventualmente adquirir ações representativas de mais de 1/3 das ações em circulação (calculadas na forma da Instrução 361), sem que ocorra um desenquadramento no percentual mínimo de ações em circulação. Ou seja: a OPA por aumento de participação – cujo pressuposto é a ocorrência de um "*impedimento de liquidez*" – seria devida, mas a companhia continuaria a atender a exigência de manutenção de um percentual mínimo de ações em circulação. A nosso ver, essa situação não é desejável, pois aumenta a insegurança jurídica e dificulta a compreensão da regulamentação em vigor. Uma possível alternativa para lidar com essa hipótese seria reconhecer que, nas companhias que aderirem a segmentos especiais de listagem, os próprios acionistas teriam aceitado que o percentual mínimo de ações em circulação exigido pelos respectivos regulamentos seria uma *proxy* adequada de liquidez, afastando-se, assim, a incidência do parâmetro de 1/3 das ações em circulação a que se refere o art. 26 da Instrução 361. Nesse cenário, a OPA por aumento de participação seria devida quando ocorresse o desenquadramento do percentual mínimo de ações em circulação, em decorrência de aquisições de ações em circulação realizadas pelo acionista controlador. A nosso ver, uma análise nesse sentido seria compatível com o contexto atual do mercado de valores mobiliários – o qual, como dito, é substancialmente distinto daquele existente à época da edição da Instrução 361.

(c) ***Cronograma para deferimento do registro de OPA***: Por fim, tendo em vista que o tempo atualmente necessário à obtenção do registro de uma OPA pode produzir impactos negativos sobre a oferta, sugere-se que uma futura reforma da Instrução 361 considere a possibilidade de se estabelecer um cronograma mais detalhado aplicável ao procedimento de registro junto à

[4] A regra padrão, conforme os Regulamentos do Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 da B3, é a de que o percentual mínimo de ações a ser mantido em circulação corresponde a 25% do capital social. No entanto, o art. 10 do Regulamento do Novo Mercado da B3 estabelece que este percentual poderá ser reduzido a 15% do capital social, se o volume financeiro médio diário de negociação das ações se mantenha igual ou superior a R$25.000.000,00 nos 12 meses anteriores.

CVM – a exemplo do que fazem outras normas expedidas por essa autarquia, como a Instrução CVM nº 400/03. Para citar um exemplo, estima-se, com base nas informações públicas, que o procedimento para obtenção do registro de uma OPA para cancelamento de registro tem durado, em média, aproximadamente 223 dias – o que produz efeitos negativos para o ofertante (que precisa manter, ao longo desse período, os recursos necessários para a realização da oferta), para os acionistas minoritários (sujeitos às incertezas relacionadas à realização da oferta) e para a própria companhia.

55. Mais uma vez, reiteramos nossos cumprimentos a essa Comissão de Valores Mobiliários pela louvável iniciativa de atualizar a Instrução 361, colocando-nos à disposição para esclarecer eventuais pontos desta manifestação.

Cordialmente,

Trindade Sociedade de Advogados

Marcelo Fernandez Trindade

Thiago Saddi Tannous