

OF.DIR. - 012/2024

São Paulo, 7 de março de 2024.

Aos senhores

João Pedro Barroso do Nascimento

Presidente da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”)

e

Antônio Carlos Berwanger

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”) da CVM

Ref.: Resposta ao Edital de Consulta Pública SDM Nº 05/23 sobre regulamentação das ofertas públicas de aquisição (“OPAs”) de ações de companhias abertas.

Prezados Senhores,

1. A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA (“ANBIMA”), na qualidade de representante de instituições que atuam no mercado financeiro e de capitais, vem, em primeiro lugar, agradecer esta D. CVM pela meritória iniciativa de revisar a regulamentação das OPAs e pela oportunidade de contribuir com o aprimoramento das normas.

2. Cabe ressaltar os constantes e amplos esforços a esta D. CVM para desenvolvimento de uma regulamentação financeira moderna, com todo o histórico de evolução normativa balizado pelas amplas alterações na norma de ofertas públicas (Resolução CVM 160), securitização (Resolução CVM 60) e fundos de investimento (Resolução CVM 175), dentre tantas outras. Ressaltamos que a participação da ANBIMA nos esforços de modernização é nosso compromisso para desenvolvimento do mercado de capitais e proteção do investidor.

3. A ANBIMA, de modo geral, avalia de forma positiva as alterações propostas da norma e a preocupação da CVM em consolidar entendimentos e precedentes históricos formados pelo Colegiado com vistas à proteção do investidor e constante desenvolvimento e modernização deste tipo de oferta. Em relação aos itens especificamente indicados pela CVM para comentários, que abrangem: *(i)* os parâmetros de incidência da obrigação de realizar a OPA por aumento de participação; *(ii)* as hipóteses e parâmetros de dispensa da elaboração do laudo de avaliação; e *(iii)* o novo arranjo para aquisição de ações com direito a voto quando o ofertante não alcança o controle acionário, no caso de OPA para aquisição de controle, reiteramos nosso respaldo e concordância.

4. Abaixo estão destacadas algumas sugestões da ANBIMA ao texto e que representam aprimoramentos adicionais para contribuir com a eficiência e transparência do mercado.

5. As sugestões foram discutidas no âmbito de um grupo de trabalho multidisciplinar, composto por integrantes que atuam em OPAs, instituições intermediárias, e gestores de recursos, e que contou com a assessoria do escritório Veirano Advogados.

6. Para facilitar a análise e compreensão dos nossos comentários, incluímos um sumário com os tópicos abordados, divididos em: Minuta “A” do Edital e Anexo B à Minuta “A”. Estamos de acordo com as sugestões apresentadas pela CVM na Minuta “B”.

7. Ainda, para demonstrar com maior clareza as alterações que sugerimos para cada um dos artigos mencionados ao longo do presente documento, utilizaremos a seguinte legenda:

Legenda	Significado
Vermelho tachado	Redação removida
<u>Azul</u>	Redação inserida

8. Agradecemos novamente pela oportunidade de colaborar com esta revisão normativa e reiteramos nossos votos de estima e consideração.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR

Guilherme Maranhão

Pedro Hermes da Fonseca Rudge

**Fórum de Estruturação de Mercado de
Capitais**

Fórum de Gestão de Fundos Mútuos

* * *

SUMÁRIO

MINUTA “A” DO EDITAL.....	4
Definição de OPA.....	4
Qualificadora de Materialidade de Fato Posterior	4
Vedações à Intermediação.....	5
Exceções à Elaboração do Laudo de Avaliação	5
Divulgação do Instrumento de OPA.....	10
Lista de Detentores de Valores Mobiliários	11
Obrigações de Aquisição de Ações Remanescentes	11
Material Publicitário	12
Vedações	12
Requisitos para o Cancelamento de Registro	13
Revisão do Preço da OPA.....	15
Hipóteses de Incidência da OPA por Aumento de Participação	16
Procedimento Alternativo à OPA	17
Preço da OPA por Alienação de Controle.....	18
Alteração de Participação Durante a OPA para Aquisição de Controle	19
Rito de Registro Ordinário	20
Rito de Registro Automático	22
Consultas sob Tratamento Sigiloso	22
Disposições Finais	22
ANEXO B À MINUTA “A”	23

MINUTA “A” DO EDITAL

Definição de OPA

“Art. 2º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por: [...] IX - oferta pública de aquisição de ações (OPA): a oferta pública ~~efetuada fora de mercados organizados de valores mobiliários~~, que vise à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante; [...].”

Comentários: Sugerimos a exclusão da redação “*efetuada fora de mercados organizados de valores mobiliários*” uma vez que a OPA, se realizada via leilão na B3, deve ser considerada uma operação realizada em mercados organizados de valores mobiliários, inclusive para fins fiscais.

Nesse sentido, apesar da definição de OPA indicar que a OPA “como um todo” se inicia fora de mercado organizado, o leilão, onde efetivamente são compradas e vendidas ações, pode ocorrer em mercado organizado na forma do comando do artigo 26 da nova regra proposta (artigo 12 da Resolução CVM 85). Logo, a OPA é merecedora da isenção aplicável ao investidor não residente nas operações em bolsa.

A margem para dúvidas em torno deste ponto pode desestimular a adesão à OPA por parte de investidores não residentes, pois o investidor, em diversas situações, pode preferir conservadoramente vender em bolsa a vender na OPA, de forma a evitar o questionamento fiscal.

Assim, a fim de evitar quaisquer controvérsias sobre o tema, sugerimos a supressão da redação acima destacada.

Qualificadora de Materialidade de Fato Posterior

“Art. 7º A SRE pode determinar, a qualquer tempo:
I - a suspensão de OPA já lançada ou cujo registro já tenha sido concedido, ou do respectivo leilão, se verificar irregularidade ou ilegalidade sanável, ou, ainda, fato posterior que torne o conteúdo do instrumento de OPA substancialmente incompleto, impreciso ou desatualizado; [...].”

Comentários: Entendemos que a redação do Artigo 7º, I, que prevê a possibilidade de suspensão da OPA ocorra “fato posterior” carece de alguma qualificadora de materialidade, já que um instrumento de OPA, por seu detalhamento e extensão, pode vir a se tornar “incompleto” ou “desatualizado” em seções que não são substanciais para a tomada de decisão dos investidores. A título exemplificativo, a divulgação de novas informações financeiras pela Companhia já poderia tornar o texto “desatualizado”.

Dessa forma, sugerimos a inclusão de uma qualificadora de materialidade no texto (‘substancialmente’), que é a mesma utilizada no Art. 67 da Resolução 160/2022.

Vedações à Intermediação

“Art. 14. Ao ser contratado para a intermediação de OPA, o intermediário, bem como pessoas a ele vinculadas, ficam impedidas de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia objeto, ou a eles referenciados.

Parágrafo único. A vedação à negociação prevista no caput não se aplica às seguintes hipóteses: [...]

VIII - operações destinadas a cumprir obrigações assumidas antes do engajamento ou da contratação para atuação como intermediário, decorrentes de:

- a) empréstimo de valores mobiliários;
- b) exercício de opções de compra ou venda por terceiros; ou
- c) contratos de compra e venda a termo.

~~Art. 15. É vedado ao intermediário efetuar pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia objeto e a oferta, exceto se as atividades relacionadas à OPA forem realizadas por outros departamentos do intermediário e for assegurada a segregação das atividades em relação ao departamento de análise.”~~

Comentários: A ANBIMA recebe de forma positiva e concorda com as alterações trazidas pela CVM, em especial com a permissão para realização de pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia objeto e a OPA, desde que as atividades relacionadas à OPA sejam realizadas por outros departamentos do intermediário e seja assegurada a segregação das atividades em relação ao departamento de análise. A nova redação endereça as preocupações do mercado, que já trabalha com a segregação de atividades.

Não obstante, exclusivamente com o intuito de compatibilizar as regras da nova Resolução sobre OPAs com aquelas previstas na Resolução 160 e relativas a ofertas públicas de distribuição, sugerimos as duas alterações propostas acima.

Exceções à Elaboração do Laudo de Avaliação

- a) *Dispensa em OPA unificada para cancelamento de registro e para aquisição de controle*

“Art. 17. Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, deve ser elaborado laudo de avaliação da companhia objeto.

~~Parágrafo único~~§1º. O disposto no caput não se aplica à OPA por alienação de controle, ressalvada a hipótese prevista no art. 48, § 7º, II.

§2º. O disposto no caput também não se aplica na hipótese de OPA unificada para cancelamento de registro e para aquisição de controle, na forma do Art. 35, §5º.”

Comentários: A nova hipótese de OPA unificada para cancelamento de registro e para aquisição de controle é uma OPA *sui generis*, por ser uma OPA por “preço justo”

lançada por um terceiro. Entendemos que é importante explicitar que para este tipo de OPA não há obrigação de apresentação de laudo, uma vez que o terceiro não terá acesso à administração e às informações necessárias para elaboração de um laudo com qualidade.

Ainda, por se tratar de terceiro imputando preço à OPA, é possível mitigar os conflitos de interesses existentes para determinação do preço.

Ademais, em linha com o esclarecido pela CVM no Edital da presente Consulta Pública, OPAs para aquisição de controle são, por sua natureza, operações dinâmicas. Sujeitá-las a um processo complexo e demorado, como a elaboração de um laudo de avaliação de uma companhia que não é parte relacionada do ofertante, tende a dificultar ou, em casos mais extremos, inviabilizar a realização desta modalidade de OPA unificada.

Neste sentido, sugerimos a inclusão do § 2º na forma acima indicada, para adequar a redação do Art. 17 à previsão de dispensa de laudo de avaliação em OPAs para cancelamento de registro prevista no Art. 36. Tanto no presente artigo quanto naquele, a dispensa do laudo não deveria impedir acionistas minoritários de solicitar uma segunda avaliação nos termos do Art. 4º-A.

b) *Revisão de laudo de avaliação por ocorrência de fatos posteriores à divulgação*

“Art. 21. Caso, durante o prazo de que trata o § 4º do art. 66, o ofertante tenha conhecimento de fato posterior à divulgação do preço da OPA, que tenha afetado, de forma significativa, o valor da companhia objeto, o ofertante deve: [...]

§ 1º Para fins do caput, presume-se ter havido impacto significativo sobre o valor previamente divulgado da companhia objeto quando tiver ocorrido evento divulgado pela companhia sob a forma de aviso de fato relevante ~~ou quando a companhia tiver divulgado novas informações contábeis.~~

§ 2º. Caso, após o final do prazo de que trata o § 4º do art. 66, o ofertante venha a ter conhecimento de fato novo que tenha afetado, de forma significativa, o valor da companhia objeto, o ofertante deverá encaminhar à companhia objeto uma comunicação, a ser divulgada sob a forma de fato relevante, indicando que o resultado do laudo de avaliação encontra-se desatualizado em virtude deste fato e pode não mais refletir o valor das ações objeto da oferta.”

Comentários: A ANBIMA concorda com as alterações propostas pela CVM para a revisão de laudo na hipótese de ocorrência de fatos posteriores que impactem significativamente o valor da companhia. No entanto, em linha com as discussões na Audiência Pública sobre a Instrução CVM 487/10 (SDM nº 02/10)¹, é importante que haja um limite temporal para a obrigação de atualização do laudo, sob pena de criar-se um cenário de incerteza no mercado:

¹ “A CVM concorda que tem o poder-dever de exigir a informação atualizada, mas entende que impor um prazo para sua atuação não contradiz esse dever e transmite maior previsibilidade ao mercado. “

- (i) por conta da possibilidade de adiamento da oferta, em particular nos casos em que o “fato posterior” ocorra em data próxima à data agendada para o leilão - sendo importante notar que, ainda que se conclua ao final que o fato posterior não afetou significativamente o valor da companhia, o ofertante levará um tempo razoável para fazer tal juízo de valor; ou, ainda
- (ii) em caso de OPAs por “preço justo”, porque se o laudo divulgado após o registro da OPA apontar um valor superior ao preço da oferta, o ofertante pode ser obrigado a desistir da OPA caso opte por não aumentar o preço.

Como forma de aumentar a transparência e a qualidade das informações divulgadas ao mercado - mas sem colocar em risco a realização do leilão -, sugerimos que, em caso de fato posterior ao registro da oferta que afete significativamente valor da companhia objeto, o ofertante seja obrigado a comunicar ao mercado que o laudo de avaliação pode não mais refletir o valor das ações objeto da oferta.

Adicionalmente, sugerimos, sem prejuízo da obrigação estabelecida no *caput*, que seja suprimida a presunção de alteração do preço da OPA no caso de divulgação de informações financeiras. Isso porque, ao contrário dos fatos relevantes, são informações de divulgação periódica que não necessariamente têm a característica de impactar a cotação das ações, sendo possível que a presunção gere discussões e controvérsias desnecessárias, ou resulte em divulgações genéricas e *pro forma*, em prejuízo de todos os envolvidos.

Caso a CVM opte por não acatar a primeira sugestão acima (limitação do prazo para atualização do laudo), sugerimos, alternativamente, a alteração ao Art. 9º e a inclusão do Art. 21, §5º, indicadas abaixo, para esclarecer que, em caso de nova avaliação após o lançamento de OPA por “preço justo”, o ofertante não estará obrigado a manter a oferta se o valor da nova avaliação for superior ao preço da OPA, da mesma forma que ocorre na hipótese do procedimento previsto no Art. 4º-A da Lei das S.A.:

“Art. 9º. [...]

§ 1º O ofertante pode ainda desistir da oferta, no caso da OPA para cancelamento de registro, ou optar pelo procedimento alternativo de que trata o art. 47, no caso da OPA por aumento de participação, na hipótese de revisão do preço da OPA por força:

I - do procedimento previsto no art. 4º-A da Lei nº 6.404, de 1976; ou

II - do procedimento previsto no Art. 21.

Art. 21. [...]

§ 5º Caso, no âmbito de uma oferta pública para cancelamento de registro ou de uma oferta pública por aumento de participação, verifique-se, após a realização de algum dos procedimentos previstos no Art. 42, que o valor da companhia é superior ao preço da OPA, o ofertante deve, no prazo de 5 (cinco) dias, a contar da apresentação do laudo, encaminhar ao diretor de relações com investidores da companhia em questão notificação, a ser publicada na forma de fato relevante, informando se mantém a OPA ou dela desiste,

esclarecendo, na primeira hipótese, que será retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, cabendo ao ofertante, nesta última hipótese, encaminhar ao diretor de relações com investidores da companhia em questão notificação, a ser publicada na forma de fato relevante da companhia objeto, com a nova data de realização do leilão e o novo preço, sem prejuízo da atualização do edital e demais medidas aplicáveis.”

c) Hipóteses de dispensa de laudo de avaliação

“Art. 22. A elaboração de laudo de avaliação é dispensada quando verificada uma das seguintes hipóteses:

I - quando o preço da OPA for superior ao preço de compra e venda de ações da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA, praticado em negócio jurídico realizado há menos de 6 (seis) meses contados (i) da divulgação do instrumento de OPA, no caso de OPAs sujeitas ao rito de registro automático ou (ii) do pedido de registro de OPA, no caso de OPAs sujeitas ao rito de registro ordinário, ~~há menos de 6 (seis) meses da divulgação do instrumento de OPA,~~

desde que tal negócio jurídico atenda cumulativamente os seguintes requisitos:
a) tenha sido celebrado entre agentes que não sejam partes relacionadas, conforme definição constante da norma específica sobre o assunto; e
b) envolva quantidade de ações igual ou superior a 20% (vinte por cento) do capital social da companhia objeto, tendo como referência o capital social na data em que o negócio jurídico tenha sido realizado. ~~;~~ e

c) não esteja associado a outro negócio jurídico em decorrência do qual as partes envolvidas na transação tenham auferido ou venham a auferir outras contrapartidas financeiras que sejam relevantes e que não estejam sendo consideradas no preço de compra e venda de ações para fins do inciso I; ou

II - quando o preço da OPA for igual ou superior ~~à maior cotação unitária atingida pela~~ ao preço médio ponderado de cotação da ação da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA durante o período de 12 (doze) meses anterior ao início do período da OPA (ou, caso a oferta pública de distribuição de ações inicial da companhia tenha ocorrido há menos de 12 (doze) meses, entre o início do período da OPA e a data de liquidação da oferta pública de distribuição de ações inicial da companhia) na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da companhia objeto, desde que observados cumulativamente os seguintes requisitos:

a) a companhia objeto esteja adimplente com a entrega de informações periódicas e, em seu melhor conhecimento, com informações eventuais; e

b) volume financeiro médio diário de negociação das ações objeto da OPA no ~~as ações objeto da OPA tenham sido negociadas em todos os pregões do~~ período de que trata o inciso II tenha sido ~~e apresentado volume financeiro de negociação em montante médio diário~~ igual ou superior a R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais).

[...]

§ 2º Para fins do disposto no inciso I do caput, considera-se o negócio jurídico realizado na data de efetiva transferência das ações objeto da OPA em que for ~~firmado qualquer documento de caráter vinculante tendo por objeto a compra e venda das ações.~~

§ 3º As hipóteses de dispensa previstas neste artigo também se aplicam à avaliação da companhia cujos valores mobiliários sejam entregues em permuta, nos termos do Art. 19, §1º, conforme aplicável.”

Comentários: A ANBIMA entende serem bem-vindas as novas hipóteses de dispensa de laudo de avaliação trazidas na proposta de nova regulamentação. No entanto, trazemos algumas sugestões que, em nossa opinião, têm o potencial de torná-las mais eficientes:

a. Primeira Hipótese de Dispensa: Transação Relevante Anterior

Neste caso, propomos duas sugestões de alteração: *(i)* a mudança da forma de contagem do prazo de antecedência de 6 meses para que o laudo seja dispensado; e *(ii)* certos ajustes na regra que trata das hipóteses em que a transação está associada a outro negócio jurídico.

No que se refere ao primeiro item, o prazo de contagem previsto na norma (*seis meses entre a assinatura de um documento definitivo e a data de lançamento da OPA*) tende a tornar de pouca valia essa exceção para qualquer transação com prazo longo entre *signing* e *closing* - algo usual em operações de M&A - ou qualquer OPA sujeita a registro no rito ordinário.

Quanto ao termo inicial, parece-nos que o marco temporal adequado deveria ser a data de fechamento da transação, pois é este o momento em que o vendedor efetivamente transfere as ações em troca do preço de aquisição. *Quanto ao termo final*, sugerimos que seja considerado o lançamento da OPA, e não o protocolo do pedido de registro para as OPAs sujeitas a registro no rito ordinário, que poderá criar incertezas no mercado, pois a possibilidade de o laudo de avaliação tornar-se necessário apenas no curso do processo de registro pode implicar em uma demora adicional de meses para o lançamento de uma OPA já aguardada.

Entendemos que esta sugestão é coerente com a forma de contagem adotada pela CVM no Art. 36, que prevê que o laudo é dispensado se tiver decorrido menos de seis meses entre o leilão de uma OPA para aquisição de controle (que corresponderia ao *closing* da transação) e o pedido de registro de uma OPA para cancelamento de registro.

No que se refere ao segundo item, sugerimos: *(i)* a inclusão de uma qualificadora de relevância, para assegurar que a dispensa também será aplicável nos casos em que os pagamentos realizados no âmbito dos “negócios associados” são pouco significativos frente ao montante total da transação; e *(ii)* o esclarecimento de que a dispensa poderá ser utilizada, em qualquer caso, se os valores pagos em “negócios associados” forem considerados como parte do preço de compra e venda.

b. Segunda Hipótese de Dispensa: Companhias com Liquidez Relevante

Quanto à segunda hipótese de dispensa, trazemos três sugestões: *(i)* a previsão de que o preço deve ser no mínimo igual ao preço médio ponderado de cotação do período de 12 meses (ou data do IPO, caso este tenha sido realizado há menos de 12 meses); *(ii)* a exclusão da obrigação de que a companhia esteja em dia com a entrega

de informações “eventuais” e *(iii)* a exclusão da obrigação de que as ações tenham sido negociadas em todos os pregões.

Quanto ao primeiro item, parece-nos que sujeitar a dispensa ao preço ser superior à maior cotação dos últimos 12 meses pode tornar esta exceção de pouca valia em um mercado como o Brasil, sujeito a grandes oscilações. Neste sentido, sugerimos a utilização do critério de “*preço médio ponderado de cotação das ações*”, que é um critério já aceito pela CVM no Anexo III da Res. 85. Como forma de permitir o uso desta exceção por todas as companhias, sugerimos que, no caso de companhias recém-entrantes no mercado, o prazo para contagem inicie-se na data do IPO.

Alternativamente, caso a CVM opte por não acatar as sugestões acima, sugerimos que sejam consideradas apenas as cotações de fechamento (excluindo variações intradiárias) no período de 3 meses anterior.

Quanto ao segundo item, parece-nos que não há prejuízo em condicionar a exceção à observância das regras de divulgação de informações periódicas, uma vez que só é exigido laudo em caso de OPAs lançadas pelo controlador, pessoa vinculada ou pela própria companhia (ver nosso comentário ao Art. 17). No caso de informações eventuais, como é possível que o ofertante não saiba da existência de informações pendentes de divulgação, entendemos que esta condicionante deve estar qualificada por conhecimento, da mesma forma que já ocorre com a declaração do ofertante sobre desconhecimento de fatos ou circunstâncias que possam influenciar os resultados ou a cotação das ações da companhia objeto (Anexo B, Art. 1º, XX, da Resolução anexa ao Edital de Audiência Pública).

Quanto ao terceiro item, sugerimos que o critério de liquidez seja similar ao já utilizado pela B3 no Regulamento do Novo Mercado, critério com o qual o mercado já está acostumado. Nesse sentido, não nos parece necessária a previsão de que as ações sejam negociadas “*em todos os pregões*”, bastando que o ADTV mínimo seja atingindo.

c. OPA de Permuta

Por fim, como forma de tornar mais dinâmicas as OPAs de permuta, sugerimos que as exceções do Art. 22, §3º, também se apliquem, no caso de OPA de permuta, à avaliação da companhia cujos valores mobiliários sejam entregues em permuta.

Divulgação do Instrumento de OPA

“Art. 24. O instrumento de OPA deve ser divulgado ao mercado, sob a forma de edital:

[...]

§ 3º A divulgação de que trata o §2 poderá ser realizada mediante publicação em portal de notícias com página na rede mundial de computadores, que disponibilize, em seção disponível para acesso gratuito, o instrumento de OPA em sua integralidade.

§ 4º Quando a companhia objeto da oferta for uma companhia aberta de menor porte, conforme definido na Resolução CVM 166/2022, a publicação do edital na forma do §2 acima poderá ser realizada por meio do envio dos documentos

à companhia, que deve divulgá-los de forma imediata por meio dos sistemas a que se refere o art. 2º da mesma Resolução.”

Comentários: Com base no Art. 258 da Lei das S.A., a CVM não pode dispensar a publicação de Edital para OPAs de aquisição de controle. No entanto, para dinamizar o processo, sugerimos a inclusão do § 3º para prever que a publicação pode se dar em portal de notícias, da mesma forma que já ocorre com a divulgação de fatos relevantes no âmbito da Resolução CVM nº 44/21.

Além disso, sugerimos a inclusão do § 4º para prever a dispensa da publicação do edital para as companhias abertas de menor porte, conforme já previsto no Art. 2º da Resolução CVM 166/22.

Lista de Detentores de Valores Mobiliários

“Art. 25. Quando requerido pelo ofertante, a companhia deve fornecer-lhe, em até 2 (dois) dias úteis, a relação nominal de que trata o inciso XVI do art. 1º do Anexo B, na forma do § 1º do art. 100 da Lei nº 6.404, de 1976, bem como a relação nominal de debenturistas e de detentores de valores mobiliários emitidos com lastro em instrumento de crédito da companhia.”

Comentários: Sugerimos a inclusão de uma obrigação da companhia de fornecer ao ofertante, mediante solicitação, a lista de debenturistas e detentores de valores mobiliários lastreados em instrumentos de crédito da companhia-alvo (e.g. CRA, CRI), considerando a preocupação de diversos ofertantes com o mapeamento dos debenturistas e outros investidores de mercado.

Essa preocupação se manifesta sobretudo em instrumentos incentivados em que há pulverização dos valores mobiliários, uma vez que a anuência prévia e/ou a dispensa por parte dos investidores costuma ser condição precedente para o fechamento de diversas OPAs.

Obrigação de Aquisição de Ações Remanescentes

*“Art. 30. O ofertante fica obrigado a adquirir, após a OPA, as ações em circulação remanescentes da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA, pelo prazo de 30 (trinta) dias contado da data da realização do leilão ou do final do prazo para adesão, pelo preço final da OPA, nas seguintes hipóteses:
[...]*

§ 5º O disposto no caput não se aplica na hipótese de realização de OPA para cancelamento de registro, caso:

I - o ofertante tenha se comprometido expressamente no instrumento da OPA a aprovar o resgate de ações, na forma do Art. 44, em até 45 (quarenta e cinco dias) contados da data de realização do leilão ou do final do prazo para adesão;

e
II - a OPA tenha alcançado a adesão prevista no art. 35, II e remanesçam em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia.

§ 6º Na hipótese do §5º, caso o resgate de ações não seja realizado no prazo ali previsto, o período de 30 (trinta) dias para aquisição das ações em circulação remanescentes será iniciado no 45º (quadragésimo quinto) dia contado da data de realização do leilão ou do final do prazo para adesão.”

Comentários: A aquisição de ações remanescentes após a OPA, fora do ambiente de bolsa, é um procedimento que implica em custos e complexidade para o ofertante, mas que se justifica nas hipóteses previstas na Resolução 85 e no Edital de Consulta Pública. No entanto, esse processo nos parece dispensável quando o ofertante já sabe de antemão que irá aprovar o resgate das ações, em especial considerando que o preço a ser pago aos destinatários da oferta (tanto no caso de aquisições supervenientes quanto no caso do resgate de ações) é corrigido pela SELIC.

Nesse sentido, sugerimos a inclusão do §5º para prever a dispensa deste procedimento quando o ofertante se comprometer expressamente no Edital a aprovar o resgate, e do §6º para prever um remédio em caso de descumprimento da obrigação.

Vale registrar que esta alteração não busca reduzir ou mitigar a garantia fornecida aos destinatários da OPA de aquisição de ações no período superveniente - que, pela nova proposta de Resolução, passa a estar garantida pela instituição intermediária em todos os casos - mas apenas evitar custos e complexidades que não se justificam em um cenário em que o resgate de ações será necessariamente implementado.

Material Publicitário

“Art. 31. A partir do lançamento da OPA, é permitida a utilização de material publicitário e a realização manifestações na mídia, inclusive a concessão de entrevistas, a fim de promover a oferta.”

Comentários: Em linha com a flexibilização promovida pela Res. 160 nas antigas limitações para manifestação na mídia no caso de ofertas públicas de distribuição - que passaram a ser permitidas após o início do período da oferta a mercado - sugerimos a inclusão de redação de caráter similar para o caso de OPAs.

Vedações

“Art. 32. A companhia objeto, o acionista controlador, bem como aquele que venha a se tornar controlador por meio de OPA para aquisição de controle, e pessoas a ele vinculadas ficam impedidas de efetuar nova OPA tendo por objeto as mesmas ações objeto de OPA anterior, senão após a fluência do prazo de 1 (um) ano, a contar do leilão ou da data final do prazo de adesão da OPA anterior, salvo se estiverem obrigados a fazê-lo, ou se vierem a estender aos aceitantes da OPA anterior as mesmas condições financeiras da nova OPA, pagando-lhes a diferença entre o preço da nova OPA e o preço que eles receberam pela venda de suas ações na OPA anterior, este último acrescido de juros à taxa Selic, ou, caso deixe de ser calculada, outra taxa que venha a substituí-la de preço atualizada, se houver.”

Comentários: Considerando que a CVM está propondo melhorias na redação deste dispositivo e do Art. 29 (que trata da obrigação de pagamento da diferença de preço em OPAs formuladas pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoas vinculadas), entendemos que seria oportuno compatibilizar as redações deixando claro que também no caso do Art. 32 o valor a ser pago é o preço da nova OPA *menos* o preço corrigido da OPA anterior - notamos certa ambiguidade na redação original, que pode levar à interpretação de que os juros incidiriam sobre a diferença de preço e não sobre o valor da primeira OPA para fins de comparação.

Também entendemos que seria conveniente utilizar esta oportunidade para esclarecer quais seriam as OPAs cobertas pela exceção do trecho “*quando estiverem obrigadas a fazê-la*”, algo que nunca foi bem compreendido pelo mercado. No entanto, entendemos que a CVM pode ter restrições a incluir este esclarecimento na nova norma, com base em posicionamentos passados.²

Requisitos para o Cancelamento de Registro

“Art. 35. O cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários somente pode ser deferido pela CVM caso seja precedido de uma OPA para cancelamento de registro, formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia aberta, e tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia objeto, observando-se os seguintes requisitos: [...]”

§ 2º O quórum de aceitação previsto no inciso II do caput ~~fica reduzido~~ será substituído pela ausência de oposição de acionistas representando a maioria simples das ações em circulação elegíveis quando a quantidade de ações em circulação da companhia objeto for inferior a 5% (cinco por cento) do capital social, sem prejuízo do disposto no § 1º.

§ 3º Na OPA para cancelamento de registro de que trata o caput, caso ocorra a aceitação por acionistas titulares de menos de 2/3 (dois terços) das ações elegíveis, é permitido ao ofertante adquirir as ações dos aceitantes, procedendo-se ao rateio entre eles quando necessário, desde que tal hipótese esteja prevista no instrumento de OPA. [...]”

§ 6º Na OPA para cancelamento de registro lançada na forma do parágrafo 5º, também serão consideradas ações em circulação, as ações do acionista controlador e de pessoas a ele vinculadas, desde que:

I - o acionista controlador e as pessoas a ele vinculadas não sejam pessoas vinculadas ao ofertante;

II - o acionista controlador e as pessoas a ele vinculadas não tenham qualquer espécie de benefício particular na transação; e

III - o acionista controlador e as pessoas a ele vinculadas vendam (ou tenham se comprometido a vender) a totalidade das ações de sua titularidade na oferta.”

Comentários:

² Fazemos referência aqui ao seguinte trecho do Relatório da Audiência Pública SDM 02/2010, que resultou na edição da Instrução CVM 487: “Estes dispositivos já constam na Versão Original. A CVM não acha conveniente enfrentar questões interpretativas no curso dessa audiência pública. Tais dúvidas podem ser endereçadas à CVM na forma de consulta, caso os participantes julguem conveniente.”

I. Quórum de Aprovação para Companhias com *float* Menor do que 5%

Considerando o interesse da CVM em simplificar o processo de cancelamento de registro de companhias com float inferior a 5%, entendemos que seria eficiente trazer, em adição à mudança de quórum de 2/3 para 50%, procedimento análogo ao pedido de “inversão simples de quórum”, condicionando o fechamento de capital neste caso à não oposição por acionista representando 50% do total de ações em circulação (e não à aprovação de acionistas representando 50% das ações elegíveis).

Caso aceite essa sugestão acima, o Art. 35, §1º, perde o objeto.

II. Definição de “Ações em Circulação” em OPA de Cancelamento de Registro realizada por Terceiro

Na dinâmica atual do Art. 22 da Resolução 85, apenas o acionista controlador, pessoa vinculada ou a própria companhia podem lançar uma OPA para cancelamento de registro. O Edital de Audiência Pública traz duas alterações significativa a este regime: *(i)* a possibilidade de OPA para cancelamento de registro lançada por um terceiro, quando combinada com uma OPA de aquisição de controle; e *(ii)* a possibilidade de “alienação de controle” por meio de uma OPA de aquisição de controle.

Estas propostas têm o potencial de criar uma nova alternativa para estruturação de operações de M&A envolvendo companhias abertas: no lugar do modelo tradicional em que o terceiro adquire privadamente as ações do acionista controlador e em seguida lança uma OPA unificada por alienação controle e para cancelamento de registro, o potencial adquirente poderá agora realizar a transação inteira em uma única etapa, por meio de uma OPA unificada para aquisição de controle e cancelamento de registro, que tenha por destinatários tanto o controlador quanto os acionistas minoritários.

No regime atual em que há limitação das pessoas que podem lançar uma OPA de cancelamento de registro, é incontroverso que as ações do controlador, de pessoa vinculada e dos administradores não são “ações em circulação”. No entanto, a possibilidade de uma OPA de cancelamento de registro lançada por um terceiro pode vir a fomentar a necessidade de revisão do conceito de “ações em circulação” para fins da oferta.

Na OPA de cancelamento de registro lançada por um terceiro, os interesses do acionista controlador e dos acionistas minoritários estão inteiramente alinhados. Todos são destinatários de uma oferta realizada por uma pessoa desvinculada, e tem a opção de vender suas ações nos mesmos termos e condições. Não havendo desalinhamento de interesses ou benefício particular para o controlador, não é razoável privá-lo dos mesmos direitos dos demais acionistas da companhia de decidir pela contratação de uma nova avaliação ou, em última análise, aprovar o cancelamento de registro através da venda de suas ações. Neste sentido, entendemos que as regras para este tipo de transação deveriam ser similares às que se aplicam em operações de reestruturação societária envolvendo partes não relacionadas e sem benefício particular, em que controlador e minoritários possuem direito de voto igual.

Com base neste princípio, trazemos a sugestão de inserção do §6º acima, para prever que as ações do acionista controlador e pessoas vinculadas que alienarem suas ações na OPA (ou, para fins do Art. 4º-A, que já tenham se comprometido a alienar suas ações na OPA) devem ser consideradas como ações em circulação. A construção do trecho visa lidar com um cenário em que o acionista controlador consinta com o cancelamento de registro sem vender suas ações, não deveria haver hipótese de desalinhamento quando o controlador aliena suas ações no âmbito da OPA. Note-se que esta interpretação não nos parece incompatível com o disposto no Art. 4º, §2º, porque o cancelamento de registro é condicionado à aquisição de controle pelo terceiro (e, portanto, à “perda” do controle pelo antigo controlador da companhia).

III. Solicitação de Esclarecimentos Sobre o Rateio Previsto no § 3º

Na sugestão apresentada na Minuta, há a prerrogativa do ofertante de adquirir todas as ações ofertadas em uma OPA para cancelamento de registro, ainda que não haja aceitação de mais de 2/3 das ações elegíveis, de modo que não ficou clara a razão pela qual a CVM optou por mencionar o “rateio”. Talvez seja o caso de esclarecer, se for esse o propósito da norma, de que se está referindo aqui a OPAs que se tornariam “parciais” caso o quórum de 2/3 não seja atingido.

Revisão do Preço da OPA

“Art. 43. Na revisão do preço da OPA deve ser adotado o seguinte procedimento:

[...]

*IV - caso a assembleia especial delibere pela realização de nova avaliação, e o laudo de avaliação de revisão venha a apurar valor superior ao valor inicial da OPA, o ofertante deve **divulgar**, no prazo de 5 (cinco) dias, a contar da apresentação do laudo, encaminhar ao diretor de relações com investidores da companhia em questão notificação a ser divulgada como **aviso de fato relevante**, informando se mantém a OPA ou dela desiste, esclarecendo, na primeira hipótese, que será retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, cabendo ao ofertante **providenciar**, nesta última hipótese, encaminhar ao diretor de relações com investidores da companhia em questão notificação a ser divulgada como **aviso de fato relevante da companhia objeto**, com a nova data de realização do leilão e o novo preço, sem prejuízo da atualização do edital e demais medidas aplicáveis.*

[...]

§ 8º Para fins do disposto nos incisos III e IV, caso o laudo de avaliação de revisão apresente um intervalo de valor para determinação do preço justo das ações da companhia, o valor do laudo de revisão será considerado como o ponto mais baixo do intervalo.”

Comentários: Considerando que a CVM está trazendo melhorias e esclarecimentos às regras que tratam do processo de revisão de preço, entendemos ser oportuno: *(i)* esclarecer no inciso IV que quem realiza a divulgação do “fato relevante” é a companhia e não o ofertante; e *(ii)* incluir um dispositivo que compatibilize o procedimento com o fato de que, em regra, os laudos de avaliação apresentam o preço justo das ações como uma faixa e não um ponto fixo. Neste caso, como

qualquer valor dentro do intervalo corresponde ao “preço justo”, entendemos que seria positivo esclarecer que o “valor do laudo”, conforme referido nos incisos III e IV, deve ser considerado como o ponto mínimo do intervalo apresentado no laudo de avaliação.

Hipóteses de Incidência da OPA por Aumento de Participação

“Art. 45. A OPA por aumento de participação deve realizar-se sempre que a aquisição de ações em circulação pelo acionista controlador ou pessoa a ele vinculada:

I - leve a uma redução do total de ações em circulação de uma mesma classe e espécie a patamar inferior a 15% (quinze por cento); ou

II - em um exercício social, represente mais de ~~1/6 (um sexto)~~ 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, em transações realizadas fora do ambiente de bolsa de valores.”

Comentários: A ANBIMA concorda com a necessidade de alteração na metodologia de cálculo do limite de ações em circulação que podem ser adquiridas pelo acionista controlador ou por pessoa vinculada sem disparar uma OPA por aumento de participação, em vista da complexidade (e, em alguns casos, da quase impossibilidade) de se calcular tal limite sob a égide da Resolução 85. Entende, ainda, que a ideia de se propor um “float mínimo” único, aplicável a todas as companhias, irá trazer um ganho de eficiência e previsibilidade no mercado, e que o percentual de 15% (quinze por cento) proposto pela CVM é adequado.

Considerando que o limite de 15% (quinze por cento) já protege os acionistas minoritários em quase todas as instâncias, parece-nos que o limite do inciso II, que leva em conta a liquidez “histórica” da companhia, deveria ter sua aplicação restrita apenas aos casos essenciais. Ainda que na nova metodologia proposta pela CVM o limite passe a ser calculado com base na liquidez do final do exercício anterior (e não mais a de 04 de setembro de 2000), o cálculo ainda será complexo quando houver alterações no número de ações ou transações envolvendo o controlador ou pessoas vinculadas (incluindo administradores) no exercício social em curso.

Com o intuito de: *(i)* buscar um equilíbrio entre o direito do controlador de operar no mercado e a proteção da liquidez dos acionistas minoritários; e *(ii)* evitar a aplicação de uma norma complexa, como é o caso do inciso II, em casos não fundamentais, propomos as seguintes alterações:

- a. manutenção do limite de 1/3 existente na norma atual (em substituição ao percentual de 1/6 agora proposto). Em nossa opinião, a norma do inciso I já tem como efeito uma potencial redução significativa do número de ações em circulação que diversos controladores poderão adquirir (fora de uma OPA), e a inserção do limite de 1/6 poderá reduzir este número de maneira excessiva para o caso de transação única ou de série de transações realizadas em um mesmo exercício; e
- b. previsão de que o limite de 1/3 só se aplique no caso de operações realizadas fora do ambiente de bolsa de valores. Neste caso, entendemos que o limite

do inciso I (“float mínimo de 15%”) já protege de forma adequada e suficiente os investidores em casos de reduções “repentinas” de liquidez decorrentes de operações realizadas em bolsa. No entanto, nos casos em que a redução “repentina” é oriunda de transações privadas, a restrição adicional proposta pela CVM seria justificada.

Caso a CVM opte por não acatar a sugestão descrita no item (b) acima, propomos, como alternativa, que seja adotada como solução intermediária apenas o aumento do limite de 1/6 para 1/3 das ações em circulação, na forma abaixo:

“Art. 45. A OPA por aumento de participação deve realizar-se sempre que a aquisição de ações em circulação pelo acionista controlador ou pessoa a ele vinculada:

I - leve a uma redução do total de ações em circulação de uma mesma classe e espécie a patamar inferior a 15% (quinze por cento); ou

II - em um exercício social, represente mais de ~~1/6 (um sexto)~~ 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação.”

“[...]

§ 3º Não ensejam obrigação de lançar OPA por aumento de participação:

I - aquisições de ações em circulação realizadas por meio de OPA; e

II - aquisições de ações em circulação realizadas na forma do Art. 30; e

III - aquisições, diretamente da companhia, de novas ações por ela emitidas, tais como subscrições de ações, conversões de outros valores mobiliários em ações ou conversões entre diferentes espécies e classes de ações.”

Comentários: Conforme já previsto na Resolução 85, a aquisição de ações em circulação por meio de uma OPA não deve disparar uma OPA por aumento de participação (inciso I acima). Entendemos que a mesma regra deve se aplicar às aquisições de ações em circulação remanescentes realizadas na forma do Art. 30, para se evitar a situação em que a realização de uma OPA dispare a obrigação de lançamento de uma segunda oferta - sem qualquer alternativa para o ofertante que apenas está adquirindo ações em circulação por conta de uma obrigação imposta pela regulamentação aplicável.

Em nossa opinião, este esclarecimento na norma é necessário porque, embora a aquisição das ações remanescentes seja realizada no contexto de uma OPA, tais operações são realizadas após o final do período da OPA, que se encerra na data do leilão (Art. 2º, IX, da nova regulamentação proposta pela CVM).

Procedimento Alternativo à OPA

“Art. 47. Caso se verifique qualquer das hipóteses do art. 45, o acionista controlador pode solicitar à CVM autorização para não realizar a OPA por aumento de participação, desde que se comprometa a alienar o excesso de participação:

~~I - no prazo de 3 (três) meses, contados da aquisição, na hipótese do art. 45; e~~

~~II – no prazo de 30 (trinta) dias, contados da aquisição, na hipótese do art. 45, II.”~~

Comentários: No caso do Art. 47, sugerimos que o prazo para alienação das ações adquiridas pelo controlador ou por pessoa vinculada em excesso ao limite previsto na nova Resolução (como forma de evitar a obrigação da OPA por aumento de participação) seja mantido em 3 (três) meses, conforme já previsto na regulamentação atual, independentemente do *trigger* que for atingido [*percentual mínimo de 15% ou aquisição de 1/6 das ações em circulação no exercício anterior*].

Entendemos que esta sugestão seria mais adequada, em primeiro lugar, porque o prazo de três meses previsto no Art. 45 é importante para a operacionalização do desfazimento da participação excedente, em especial no caso de companhias com baixa liquidez. Em segundo lugar, é possível (ou em alguns casos até provável) que os dois *triggers* do Art. 45 sejam disparados de forma simultânea, e a existência de prazos distintos traria maior complexidade para a situação. Por fim, entendemos que a supressão do inciso II está em linha com a iniciativa de uniformização de prazos presente na nova regulamentação, podendo-se citar como exemplo os prazos para aquisição de ações supervenientes que também foram uniformizados (Art. 30).

Preço da OPA por Alienação de Controle

“Art. 48. A OPA por alienação de controle de companhia aberta é obrigatória, na forma do art. 254- A da Lei nº 6.404, de 1976, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e deve ser formulada pelo adquirente do controle, tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.

[...]

§ 8º Nas alienações com pagamento em dinheiro, o preço da OPA deve:

I - ser, ao menos, igual a 80% (oitenta por cento) do preço pago ao controlador, acrescido de juros à taxa Selic ou, caso essa taxa deixe de ser calculada, outra taxa que venha a substituí-la, desde a data do pagamento ao controlador até a data da liquidação financeira da OPA; e

II - considerar todas as contraprestações pagas pelo adquirente ao alienante do controle direta ou indiretamente em contrapartida pela aquisição de suas ações, cujas datas devem ser levadas em conta para fins de atualização do preço mencionado no item I.

§10º nas hipóteses de que trata os §3º e o §4º acima, será sempre assegurado ao adquirente do controle um prazo de 30 (trinta) dias, contado da notificação pela SRE ou pela Companhia, conforme o caso, para sanar o descumprimento antes do desfazimento da transação.”

Comentários: Trazemos duas sugestões às alterações propostas para o Art. 48.

A primeira é esclarecer que o preço de *tag along* se baseia no preço direta ou indiretamente pago pelas ações do controlador.

A segunda é criar alguma espécie de período de cura antes do desfazimento da operação na forma prevista nos §§3º e 4º do Art. 48. Concordamos com o mérito das alterações propostas, mas considerando as graves consequências de eventual desfazimento da transação não só para as partes envolvidas, mas também para o mercado como um todo, parece-nos que seria importante dar todas as oportunidades para a solução da questão antes do desfazimento da transação, particularmente no caso de um atraso no protocolo do pedido de registro da OPA, que pode ser facilmente sanado.

Sobre este último ponto, é de se considerar que o não protocolo do pedido de OPA em 30 dias pode decorrer de uma diferença de interpretação de boa-fé do adquirente sobre a necessidade de lançamento de uma OPA em situações controversas.

Alteração de Participação Durante a OPA para Aquisição de Controle

“Art. 57. Durante o período da OPA para aquisição de controle, qualquer pessoa, ou grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse deve comunicar ao mercado qualquer elevação ou redução de sua participação, direta ou indireta, que a leve a ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 6% (seis por cento), 7% (sete por cento), e assim sucessivamente, das ações de uma determinada classe ou espécie da companhia objeto, informando ainda as datas em que ocorreram as negociações, as quantidades negociadas, agrupadas por data, bem como o preço médio em cada data de negociação.

§ 1º Ressalvado o disposto no § 2º, a obrigação prevista no caput se estende também:

I - à aquisição ~~ou alienação~~ de quaisquer direitos sobre as ações de que trata o caput; e

II - à celebração ~~ou encerramento~~ de quaisquer instrumentos financeiros derivativos referenciados nas ações de que trata o caput, ainda que sem previsão de liquidação física.

§ 2º Nas hipóteses previstas no § 1º, devem ser observadas as seguintes regras:

I - as ações diretamente detidas e aquelas referenciadas por instrumentos financeiros derivativos, de liquidação física ~~ou financeira~~, devem ser consideradas em conjunto para fins da verificação dos percentuais referidos no caput deste artigo;

II - as ações referenciadas por instrumentos financeiros derivativos com previsão de liquidação exclusivamente financeira devem ser computadas independentemente das ações de que trata o inciso I para fins de verificação dos percentuais referidos no caput deste artigo;

III - a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que confirmam exposição econômica às ações não pode ser compensada com a quantidade de ações referenciadas em instrumentos derivativos que produzam efeitos econômicos inversos; e

~~III-IV~~ - as obrigações previstas no caput deste artigo não se estendem a certificados de operações estruturadas - COE, fundos de índice de valores mobiliários e outros instrumentos financeiros derivativos nos quais as ações de emissão da companhia tenham peso inferior a 20% (vinte por cento).

§ 3º Os comunicados realizados em cumprimento do caput devem incluir, ainda, as seguintes informações:

I - número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia objeto detidos na data do informe;

II - número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia objeto tomados ou concedidos em empréstimo, na data do informe; e

III - descrição detalhada da exposição em derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto na data do informe.

§ 4º A comunicação a que se refere o caput deve ser feita imediatamente após ser alcançada a participação referida no caput.

§ 5º O Diretor de Relações com Investidores é o responsável pela transmissão das informações, assim que recebidas pela companhia, à CVM e, se for o caso, às entidades administradoras dos mercados em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação.”

Comentários: Sugerimos as alterações acima para buscar uma adequação desta norma com a redação revisada do Art. 12 da Resolução CVM nº 44/21.

~~“Art. 58. As informações exigidas pelos arts. 56 e 57 devem ser fornecidas por meio de relatório incluindo todas as operações realizadas até as 24 (vinte e quatro) horas, horário de Brasília, daquele dia, o qual deve ser enviado ao diretor de relações com investidores da companhia objeto até as 12 (doze) horas, horário de Brasília, do dia seguinte.~~

~~Parágrafo único. O diretor de relações com investidores da companhia objeto deve divulgar as informações recebidas até o dia seguinte ao recebimento da informação, antes da abertura dos negócios com ações da companhia nos mercados regulamentados brasileiros em que forem admitidas à negociação, por meio de sistema disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.”~~

Comentários: Em linha com os ajustes sugeridos ao art. 57, para adequação à Resolução CVM nº 44/21, sugerimos a remoção do art. 58, visto que já estaria contemplado no art. 57.

Rito de Registro Ordinário

“Art. 66. O rito de registro ordinário é aquele que se sujeita à análise prévia da CVM para a obtenção do registro, conforme o procedimento e os requisitos previstos neste artigo, e deve ser obrigatoriamente seguido nos casos de:

I - OPA obrigatórias, exceto conforme disposto no § 16 abaixo;

II - OPA ~~voluntárias~~ facultativas que envolvam permuta por valores mobiliários, inclusive as ofertas mistas e alternativas, exceto se houver dispensa de avaliação dos valores mobiliários que estão sendo oferecidos em permuta, na forma do Art. 22; e

III - OPA para as quais seja requerido procedimento diferenciado, nos termos do art. 73, inclusive quando o procedimento diferenciado pretendido consistir em formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas na Resolução, exceto conforme disposto no §16 abaixo.

§ 3º A SRE deve informar, no prazo de até 10 (dez) dias contado do protocolo, sobre a insuficiência dos documentos submetidos, se for o caso, e quais documentos ou informações estão faltando. A insuficiência de documentos na apresentação de um pedido de registro de OPA por alienação de controle não deverá, por si só, resultar nas consequências previstas no Art. 48, §4º.

§ 16. As OPAs unificadas para cancelamento de registro e aquisição de controle realizadas na forma do Art. 35, §5º, estarão sujeitas ao rito de registro automático desde que não envolvam nenhum outro procedimento diferenciado.”

Comentários: Sugerimos quatro alterações ao Art. 66:

A primeira é a substituição do termo “voluntárias” por “facultativas” no inciso II do Art. 66. O propósito desta sugestão é que este dispositivo também deve se aplicar às OPAs por aquisição de controle, e, na nova classificação proposta pela CVM no Edital de Audiência Pública, OPAs para aquisição de controle não são mais classificadas como OPAs voluntárias, mas sim como OPAs facultativas.

A segunda alteração é a exclusão das OPAs de permuta do rito de registro ordinário quando houver dispensa de laudo de avaliação. Parece-nos que a principal razão pela qual a OPA de permuta e a OPA com pagamento em dinheiro são tratadas de forma diferente para fins da obrigação de registro é que a primeira demanda laudo de avaliação e a segunda não. Nas hipóteses em que a elaboração de laudo de avaliação for dispensada, não vemos razão para que as OPAs facultativas de permuta e as OPAs facultativas em dinheiro sejam tratadas de forma diferenciada. Vale registrar que OPAs facultativas realizadas por terceiros são sempre operações dinâmicas e sensíveis a tempo, e a obrigação de registro (que envolve divulgar a operação com antecedência e aguardar um prazo longo para lançamento da OPA) pode inviabilizar estas transações.

O terceiro ajuste é a previsão de que a apresentação do pedido de registro de OPA por alienação de controle com documentação pendente não equivale à não apresentação tempestiva do pedido de registro. Como se sabe, já é prática em OPAs unificadas por alienação de controle e para fechamento de capital a apresentação de pedido de registro sem o laudo de avaliação, que na maioria dos casos não é finalizado no prazo de 30 dias contados do closing da transação. Considerando o tratamento mais gravoso introduzido pela CVM para o caso de atraso no pedido de registro de OPAs de *tag along* (com divulgação de fato relevante e potencial desfazimento da operação), parece-nos importante inserir um dispositivo que traga tranquilidade que a apresentação do pedido de registro sem laudo de avaliação ou outro documento não trará consequências negativas para a transação.

O quarto e principal ajuste é a exclusão das OPAs unificadas para cancelamento de registro e para aquisição de controle do rol de ofertas sujeitas à obrigação de registro pelo rito ordinário, o que sugerimos pelas seguintes razões:

- a. como já mencionado, OPAs para aquisição de controle são operações de mercado, dinâmicas, sensíveis a tempo, e que podem ser colocadas em risco em caso de vazamento de informação. Mantida a obrigação de registro pelo rito ordinário, será preferível ao ofertante seguir com o regime do Art. 36 de duas ofertas, pois, ainda que ineficiente do ponto de vista regulatório, ele assegura a

possibilidade de aquisição de controle de forma mais ágil, mitigando o risco de insucesso da operação de M&A; e

- b. a CVM já está realizando um procedimento análogo ao permitir que a OPA por alienação de controle (sujeita a registro pelo rito ordinário) seja suprida por uma OPA de aquisição de controle com extensão de preço aos acionistas minoritários. Esta operação é, em essência, uma OPA unificada para aquisição de controle e por alienação de controle realizada com registro automático. Também é importante notar que, no modelo de duas ofertas tratado no Art. 36, a CVM está, em essência, renunciando à revisão prévia dos documentos da OPA para cancelamento de registro, uma vez que os dois requisitos para o fechamento de capital (preço justo e quórum de 2/3 de aprovação) se verificam na primeira oferta, que é a OPA para aquisição de controle sujeita a registro pelo rito automático.

Rito de Registro Automático

“Art. 69. Os seguintes documentos e condições são exigidos para requerimento e concessão do registro da OPA que siga o rito automático:

[...]

VI - exceto em caso de OPA realizada por terceiro que não o a própria companhia, o controlador ou pessoas vinculadas, a relação nominal, atualizada até 10 (dez) dias antes do requerimento de registro, de todos os acionistas da companhia objeto, com informações para contato (telefone e endereço eletrônico), e quantidade de ações, discriminadas por espécie e classe, no formato informado pela CVM.

Comentários: Sugerimos que a obrigação de entrega de relação nominal de acionistas não se aplique ao pedido de registro automático de OPAs realizadas por terceiros, uma vez que terceiros não terão acesso a este documento antes da divulgação da OPA.

Consultas sob Tratamento Sigiloso

“Art. 72. O tratamento sigiloso deve perdurar ~~até 3 (três)~~ por 12 (doze) meses após a manifestação definitiva da CVM sobre a consulta.”

Comentários: Sugerimos o aumento no período de duração do tratamento sigiloso previsto neste artigo, considerando que o período de duração de 3 meses proposto pode ser considerado demasiado curto pelos ofertantes, desestimulando-os a buscar a CVM para consulta.

Caso esta sugestão não seja acatada, sugerimos que o prazo seja aumentado pelo menos para 6 meses, nos termos do voto do Diretor Gustavo Gonzalez no Proc. SEI 19957.007811/2018-06, j. 09.04.2019.

Disposições Finais

“Art. 75. Nas companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Resolução, nas quais o total de ações em circulação de uma mesma classe e espécie seja inferior a 15% (quinze por cento), qualquer aquisição de ações em circulação pelo acionista controlador ou pessoa a ele vinculada acarretará a obrigação de realização de OPA por aumento de participação, ressalvada a hipótese prevista no art. 47.

§ 1º O fato de uma companhia possuir ações em circulação de uma mesma classe e espécie em patamar inferior a 15% (quinze por cento) quando da entrada em vigor desta Resolução não acarreta a realização de OPA por aumento de participação.

~~§ 2º Para fins do caput, não ensejam obrigação de lançar OPA por aumento de participação:~~

~~I - aquisições de ações em circulação realizadas por meio de OPA; e~~

~~II - aquisições, diretamente da companhia, de novas ações por ela emitidas, tais como subscrições de ações, conversões de outros valores mobiliários em ações ou conversões entre diferentes espécies e classes de ações.”~~

Comentários: Sugerimos a exclusão do §2º do Art. 75, uma vez que ele apenas replica as disposições do Art. 45, §3º, que são aplicáveis a todas as companhias (inclusive às companhias abertas existentes na data de entrada em vigor da nova Resolução).

ANEXO B À MINUTA “A”

“Art. 1º No instrumento de qualquer modalidade de OPA devem constar as seguintes informações: [...]”

~~XVII - informações acerca dos tributos incidentes sobre a oferta do ponto de vista do acionista da companhia objeto, incluindo a alíquota aplicável, a base de cálculo, o fundamento legal para a cobrança, eventuais isenções e outras informações que possam ser relevantes para a tomada de decisão sobre a OPA.”~~

Comentários: Compreendemos o interesse da CVM em trazer à norma o tratamento tributário da OPA, no entanto, sugerimos a exclusão da obrigatoriedade de os tributos incidentes sobre a oferta serem apresentados no instrumento, visto que, de modo geral, estas informações dependeriam de uma opinião legal, o que poderia trazer desafios técnicos e novos custos significativos à OPA.

Em primeiro lugar, o investidor é responsável por calcular e recolher os tributos, de modo que a redação proposta subverteria a responsabilidade de cálculo dos tributos incidentes. Além disso, é importante considerar a falta de uniformidade na interpretação das regras tributárias, o que exigiria abordagens cautelosas para a divulgação de informações tributárias precisas, gerando maior complexidade ao processo. Por fim, a redação proposta: *(i)* não deixa claros os impactos tributários do cancelamento de ADRs, o que poderia fortalecer a necessidade de *disclaimers* mais genéricos e poderia influenciar significativamente as decisões dos acionistas durante a OPA; e *(ii)* não limita os efeitos da norma aos impactos tributários no Brasil.

Conforme as conclusões do grupo na ANBIMA, é necessário considerar que, na falta de entendimento consolidado das autoridades tributárias sobre o tratamento aplicável a este evento, esta exigência *(i)* onera os ofertantes, na medida em que este precisa considerar as divergências das autoridades tributárias sobre o tratamento, bem como as especificidades aplicáveis a cada tipo de investidor, ao passo que *(ii)* não supre a necessidade de os investidores buscarem assessoria jurídica tributária, considerando que as diversas particularidades aplicáveis a cada caso fazem com que seja difícil o ofertante produzir uma manifestação geral que exaustivamente contemple todos os pontos. Ou seja, a proteção ao investidor não seria eficiente no caso, e a exigência prejudicaria a objetividade dos documentos usados nas ofertas.

Nós valorizamos a tentativa da CVM promover maior transparência com relação ao tratamento tributário das OPAs, no entanto, pedimos que os desafios técnicos e as ambiguidades do sistema tributário sejam levadas em consideração em proposta como a deste inciso XVII.