



Rio de Janeiro, 7 de março de 2024

À Superintendência de Desenvolvimento de Mercado  
Comissão de Valores Mobiliários

A/C

Sr. Antonio Carlos Berwanger  
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

*Por e-mail*

Ref. Edital de Consulta Pública SDM N° 05/23

Prazo: 7 de março

Prezado Senhor Superintendente,

A gestora **Argucia Capital Management** e o escritório de advocacia **Manhães Martins Advocacia**, por seus respectivos representantes, tomam a liberdade de, em primeiro lugar, parabenizar essa Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários pela iniciativa de propor ao mercado a discussão de possíveis aprimoramentos no importante marco normativo das ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas (OPA).

A minuta submetida à discussão possui inegáveis méritos, destacando-se positivar as experiências mais recentes dessa autarquia na análise de casos de OPA de elevada complexidade e ajustar o ônus imposto aos participantes do mercado em diversos aspectos desse procedimento.



Entretanto, na presente sugestão, busca-se destacar o impacto de determinadas alterações no procedimento da OPA para Cancelamento de Registro (Artigos 35 e seguintes), notadamente o regime que está sendo estabelecido para as empresas que possuem baixa dispersão, assim definido na norma como aquelas em que “a quantidade de ações em circulação da companhia objeto for inferior a 5% (cinco por cento) do capital social” (Artigo 35, § 2º).

Por si só, a redução do quórum seria justificável na medida em que impediria que acionistas titulares de pequena participação em relação ao capital social atuem para obstar a pretensão do ofertante da respectiva OPA. Entretanto, causa especial preocupação que essa medida seja adotada em conjunto com outros mecanismos destinados a tratar das especificidades das empresas com baixa dispersão.

Afinal, a norma proposta não impediria, por exemplo, que essas empresas utilizassem tanto da redução do quórum (Artigo 35, §2º), quanto de procedimentos diferenciados com fundamento no Artigo 73, § 1º, II, em especial, a inversão do quórum. Com a cumulação de ambos os expedientes, tudo ieva a crer que, nessas empresas, será virtualmente impossível que os acionistas titulares de ações em circulação, ainda que representativos dentro do *free float*, organizarem-se para se opor ao fechamento de capital. Ainda mais se levar em consideração que, em empresas com essas características, a pulverização de ações costuma ser expressiva.

A redução do quórum de aceitação da OPA para maioria simples das ações elegíveis pode ter um impacto significativo no valor da companhia, especialmente em casos de inversão de quórum. Essa mudança pode afetar a dinâmica econômica das negociações e o valor das ações no mercado, levando a uma possível redução de valor. Mesmo com o direito a um segundo laudo, as premissas desse laudo são estabelecidas pela administração da companhia, que, muitas vezes e conforme já aduzido em processos administrativos perante essa autarquia, tem um conflito implícito de interesse, pois buscam atender o interesse do ofertante. Isso pode levar a um viés para subvalorizar o valor justo das ações. Além disso, a decisão de fechamento de capital fica nas mãos de acionistas não atuantes, que podem não ter conhecimento suficiente ou envolvimento com a base acionária. Isso aumenta o custo para os acionistas atuantes, que precisam engajar os demais acionistas, quando essa responsabilidade deveria ser da própria companhia.



A título de parênteses, a própria inversão do quórum tem sido um tema polêmico, conquanto utilizada com cada vez mais frequência. Afinal, por meio dela, atribui-se mais importância, dentro do processo da OPA, ao acionista passivo e que se omite de participar, acompanhar e analisar o ativo investido, do que o acionista que diligencia para manifestar sua vontade no leilão da OPA. Mas não é apenas isto: por um lado, há uma abertura grande quanto aos requisitos legais para a adoção desse expediente diferenciado. Por outro, não há um espaço institucional claro para os destinatários da oferta contestarem as razões apresentadas pelo ofertante para se opor à adoção do referido mecanismo.

Nesse sentido, destacamos que tem mérito a discussão de que as empresas com menos de 5% de dispersão merecem um regime especial, especialmente por alinhar o marco regulatório ao disposto no § 5º, do Artigo 4º, da Lei nº 6.404, de 1976. Esse critério poderia dar clareza justamente ao expediente de inversão de quórum previsto no Artigo 73, §1º, II, mesmo porque tem sido admitida a inversão de quórum em empresas que claramente não possuem problemas de dispersão.

Nessa linha, no contexto de inversão de quórum para fechamento de capital, propõe-se que sejam estabelecidos critérios quantitativos claros. Propõe-se, para tanto, as seguintes alterações:

Redação Proposta no Edital

Sugestão

Artigo 35. [...] § 2º O quórum de aceitação previsto no inciso II do caput fica reduzido para maioria simples das ações 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.	<b>Exclusão</b>
Artigo 73. [...]	Artigo 73. [...]



<p>§ 1º São exemplos de situações excepcionais referidas no caput:</p> <p>I – a companhia possuir concentração extraordinária de suas ações;</p> <p>II – tratar-se de uma pequena quantidade de ações a ser adquirida frente ao número de ações de emissão da companhia objeto, ou do valor total, do objetivo ou do impacto da oferta para o mercado;</p> <p>III – tratar-se de operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo ou com atividades paralisadas ou interrompidas;</p> <p>IV – tratar-se de operação envolvendo oferta simultânea em mercados não fiscalizados pela CVM;</p> <p>V – custos incorridos com a adoção de procedimentos e formalidades previstos nesta Resolução elevados quando comparados ao valor total da OPA.</p>	<p>§ 1º São exemplos de situações excepcionais referidas no caput:</p> <p>I – a companhia possuir concentração extraordinária de suas ações;</p> <p>II – <del>tratar-se de uma pequena quantidade de ações a ser adquirida frente ao número de ações de emissão da companhia objeto, ou do valor total, do objetivo ou do impacto da oferta para o mercado a quantidade de ações destinatárias da oferta for inferior a 5% (cinco por cento) do capital social da companhia objeto ou se tratar de oferta de pequeno valor total;</del></p> <p>III – tratar-se de operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo ou com atividades paralisadas ou interrompidas;</p> <p>IV – tratar-se de operação envolvendo oferta simultânea em mercados não fiscalizados pela CVM;</p> <p>V – custos incorridos com a adoção de procedimentos e formalidades previstos nesta Resolução elevados quando comparados ao valor total da OPA.</p>
---	--

Sem prejuízo da adoção das alterações acima, cumpre destacar que a comunicação transparente ao mercado deve ser uma prática constante sempre que a CVM considerar a inversão do quórum. Neste sentido, seria benéfico para o mercado e seus participantes que o edital da OPA esclarecesse, em capítulo próprio, as razões pelas quais o Ofertante entendeu como necessária e cabível a inversão do quórum, de modo a permitir que essa opção seja tempestivamente contestada pelos destinatários da oferta em caso de divergência.

Isso permitiria que a redução dos custos de observância também afetasse os destinatários da oferta, de modo que os acionistas se manifestassem de forma mais informada e participativa nesses processos, evitando a necessidade de monitorar



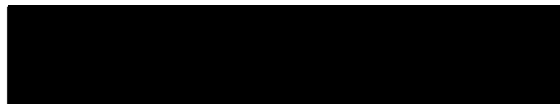
constantemente os editais e facilitando o acompanhamento das mudanças entre a minuta e o texto final.

Atenciosamente,



**Manhães Martins Advocacia**

Raphael Manhães Martins



**Argucia Capital Management**

Ricardo Magalhães

Felipe Cruz