

São Paulo, 07 de março de 2024

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

E-mail: conpublicasdm0523@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM N° 05/23

Prezados,

A B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) submete a essa D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) seus comentários ao Edital de Audiência Pública SDM nº 05/23, de 06 de dezembro de 2023 (“Audiência Pública”), que propõe duas minutas de resoluções (“Minutas”) relacionadas às ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas.

A fim de facilitar a visualização, todas as sugestões de inclusões feitas no texto da Minuta estão sublinhadas e destacadas em **azul**, enquanto as sugestões de exclusões estão identificadas por um tachado simples e destacadas em **vermelho**.

I. Introdução

1. Inicialmente, a B3 gostaria de parabenizar essa Autarquia pela iniciativa de aprimorar a regulamentação relacionada às ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas. Buscando contribuir com a regulamentação em questão, nos manifestaremos a respeito dos seguintes itens abordados nas Minutas para avaliação desta Autarquia, conforme a seguir.

II. Questionamentos da Autarquia

II.1. Comentários sobre a nova dinâmica proposta para as hipóteses de OPA por aumento de participação.

2. Identificou-se o especial interesse dessa CVM em receber comentários sobre a nova proposta de regras para a OPA por aumento de participação. Diante disso, a B3 ressalta sua percepção positiva a respeito da dinâmica apresentada na Minuta A, a qual confere ao mercado maior clareza sobre hipóteses de incidência da obrigação de realizar referida modalidade de OPA.
3. Em relação à primeira hipótese de incidência, que considera o limite mínimo de ações em circulação de 15%, entende-se salutar o alinhamento com patamares mínimos de *free float* exigidos por diversas bolsas de valores, inclusive pela própria B3.
4. A partir disso, inclusive, estabelece-se um critério objetivo de fácil verificação pelas companhias, nos casos em que ocorra eventual redução do patamar de *free float*, em decorrência de aquisição de ações pelo acionista controlador e pessoas vinculadas.
5. Além disso, a nova dinâmica proposta, ao incorporar a segunda hipótese de incidência e restringi-la às aquisições realizadas no período de um exercício social, endereça potenciais dificuldades enfrentadas por companhias na realização do cálculo do limite de 1/3 previsto no art. 30 da Resolução CVM nº 85.
6. Com efeito, o regime atualmente aplicável às OPA por aumento de participação prevê marcos temporais para realização do cálculo do limite de 1/3 que podem ser demasiadamente extensos, a depender do histórico da companhia. Nesse contexto, com a realização de operações de aumentos e reduções de capital, bem como conversão de valores mobiliários em ações, entre outros eventos, eleva-se a complexidade do cálculo.
7. Assim, a dinâmica proposta na Minuta A, além de conferir maior clareza ao regime da OPA por aumento de participação, soluciona demandas de mercado e converge com o cenário regulatório atual, no que tange a patamares mínimos de *free float*.

III. Sugestões e comentários a respeito da Minuta A

(a) Artigo 26º; §4º

8. A respeito da obrigação de encaminhamento de demonstrativos referentes a leilão pela entidade administradora, a B3 entende que seria oportuno incluir também a obrigatoriedade do envio de demonstrativos referentes à liquidação.

9. Dessa forma, a B3 apresenta a seguinte proposta de alteração e inclusão de novo parágrafo, com conseqüente renumeração dos parágrafos posteriores:

"Art. 26. ...

(...)

*§ 4º Em até 4 (quatro) dias úteis após a realização do leilão, a entidade administradora do mercado organizado deve encaminhar à CVM ~~os demonstrativos referentes ao leilão:~~ **e o demonstrativo referente à liquidação das operações, observado o disposto no § 5º.***

§ 5º No caso de OPA com prazo de liquidação superior a D+2, o demonstrativo referente a liquidação das operações somente será enviado após a liquidação ter sido realizada.

(b) Artigo 26; §10º

10. Com relação à proposta da redação do art. 26, § 10, a Minuta reproduz integralmente o disposto no art. 15, § 7º, da Resolução CVM nº 85, que trata da proibição de elevar preços em leilão de OPA para aquisição do controle, quando há lançamento de OPA concorrente.

11. No entanto, a B3 entende que seria oportuno reavaliar a necessidade de manutenção dessa restrição, considerando os potenciais benefícios advindos da sua exclusão para ofertantes concorrentes e acionistas das companhias.

12. Ao se vedar a elevação de preços em leilão nessa situação, gera-se a necessidade de que os ofertantes interessados divulguem sucessivos editais, para que se viabilize a efetiva concorrência e estabelecimento do melhor preço.

13. Em uma situação em que haja grande interesse no mercado pela aquisição do controle da companhia-objeto, essa necessidade pode levar a um cenário de múltiplos lançamentos de editais, que, em algum momento, precisaria se encerrar com um método de definição de preços finais pelos ofertantes interessados.

14. Nesse contexto, a depender do método escolhido, pode haver prejuízo à disputa transparente de preços, uma vez que os ofertantes interessados poderiam não ter ciência da oferta final de cada concorrente, o que geraria, eventualmente, o estabelecimento de ofertas descasadas, em eventual prejuízo à definição do melhor preço para os acionistas.

15. Com a permissão da disputa de preços *real time*, no momento do leilão, além de se solucionar a questão que a norma atual pode gerar no cenário de lançamento de sucessivos editais e definição de método para determinação das ofertas finais dos concorrentes, um fluxo mais transparente, eficiente e benéfico para a formação do preço seria implementado.

16. Com efeito, por meio desse fluxo, os ofertantes teriam maior ciência a respeito dos preços de cada concorrente, permitindo o lançamento de ofertas condizentes com o cenário concreto da disputa, e os acionistas da companhia-objeto se beneficiariam ao receber a melhor oferta lançada.

17. Por fim, com essa alteração, haveria também a diminuição de custos aos ofertantes concorrentes, por não haver necessidade de divulgação de sucessivos editais para disputa de preço em caso de lançamento de OPA concorrente.

18. Dessa forma, a B3 entende que a regulamentação pode ser aprimorada, permitindo a elevação de preço no leilão, em caso lançamento de OPA concorrente no contexto de OPA para aquisição de controle. Assim, a B3 sugere a exclusão do art. 26, § 10, da Minuta A:

"Art. 26. ...

(...)

~~§ 10º. Em se tratando de OPA para aquisição do controle, o ofertante não pode elevar o preço no leilão caso uma OPA concorrente tenha sido lançada."~~

(c) Artigo 35, §2º

19. O art. 35, § 2º, da Minuta A dispõe que o quórum de aceitação da OPA para cancelamento de registro 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"*.

20. Em paralelo, o art. 4º, § 5º, da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das S.A.) estabelece a possibilidade de realização de *squeeze out*, ao permitir que, terminado o prazo da OPA, se remanescerem em circulação menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia, a assembleia geral delibere o resgate dessas ações.

21. Nesse caso, a B3 solicita esclarecimentos, dessa CVM, a respeito da possibilidade de se realizar o resgate de que trata o art. 4º, § 5º, da Lei das S.A., na hipótese de ser frustrada a OPA para cancelamento de registro de companhia com menos de 5% de ações em circulação, isto é, caso o quórum de aceitação não seja atingido.

22. Em linha com precedentes da Autarquia, dentre os quais se destaca o Processo CVM nº RJ2002/3430¹, nota-se o entendimento de que o resgate de ações em circulação que totalizem menos de 5%, permitido pelo art. 4º, § 5º, da Lei das S.A., somente poderia ser realizado quando tal percentual de ações resultar de OPA bem-sucedida. De toda forma, solicita-se a confirmação, em relatório de consulta pública, a respeito da manutenção desse entendimento.

(d) Artigo 35, §3º

23. Não foi possível identificar, na Minuta A, a reprodução da limitação existente no art. 19, I, da Resolução CVM nº 85, de aquisição de até 1/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe existente, quando ocorrer a aceitação de acionistas titulares de menos de 2/3 das ações objeto da OPA, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes.

24. Não obstante, o art. 35, § 3º, da Minuta A estabelece que, na OPA para cancelamento de registro, caso ocorra a aceitação por acionistas titulares de menos de 2/3 das ações elegíveis, é permitido ao ofertante adquirir as ações dos aceitantes, procedendo-se ao rateio entre eles, desde que essa hipótese esteja prevista no edital.

25. A B3 solicita esclarecimentos, em relatório de consulta pública, a respeito da manutenção ou supressão da limitação de aquisição de 1/3 na nova norma a ser editada, uma vez que, inexistindo tal limitação, não haveria necessidade de rateio entre os aceitantes da OPA, em caso de aceitação inferior a 2/3.

(e) Artigo 37, inciso II

26. O art. 37 da Minuta A estabelece condições para que seja permitido o cômputo de manifestações no âmbito da oferta pública de aquisição no exterior

¹ Consulta Banco Itaú sobre dispensa de realização de OPA (Processo CVM nº RJ2002/3430). Relator: Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos. Data da decisão do colegiado: 17/02/2003. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2003/20030217_R1/20030217_D01.html

para efeitos de verificação do quórum de adesão previsto no art. 35, II, em OPA para cancelamento de registro.

27. Dentre tais condições, determina-se, no art. 37, II, que os valores mobiliários de emissão do ofertante no exterior sejam admitidos à negociação em bolsa de valores classificada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM.

28. Com efeito, o processo de classificação de determinada bolsa de valores estrangeira como “mercado reconhecido” demanda a verificação de uma série de fatores, dentre os quais se destacam os determinados no art. 3º, § 4º, do Anexo J da Resolução CVM nº 80, por meio da análise detalhada da regulamentação internacional.

29. Referido processo se faz necessário como forma de proteção a investidores não considerados qualificados, no contexto da permissão, estabelecida por meio do art. 16 da Resolução CVM nº 182, de que adquiram BDR Nível I. Presume-se, de tais investidores, menor conhecimento a respeito da regulamentação estrangeira, dessa forma, a classificação de uma bolsa como “mercado reconhecido” lhes conferiria maior segurança.

30. Contudo, a B3 entende que, no contexto da OPA para cancelamento de registro, referido mecanismo não seria necessário, uma vez que particularidades regulamentares da bolsa de valores estrangeira não teriam potencial de influenciar as condições ou mesmo a decisão do acionista de aderir à OPA lançada no Brasil.

31. Além disso, a eventual manutenção desse requisito poderia gerar diversas demandas para classificação de bolsas de valores como “mercado reconhecido”, com o objetivo exclusivo de viabilizar a utilização, em eventual caso concreto, da faculdade expressa no art. 37, e sem benefícios para os investidores brasileiros.

32. Nesse contexto, a B3 sugere que seja suprimido o inciso II do art. 37, conforme segue:

"Art. 37. ...

(...)

~~II — os valores mobiliários de emissão do ofertante no exterior sejam admitidos à negociação em bolsa de valores **no exterior** classificada como "mercado reconhecido" no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM;"~~

(f) Artigo 39

33. Na prática atual de mercado, além da hipótese prevista no art. 39, III, da Minuta A, o acionista que emite nos sistemas da B3 ordem de venda de suas ações cujo valor seja superior ao do preço por ação ofertado na OPA é considerado para todos os fins como discordante.

34. Dessa forma, em alinhamento com a experiência prática, a B3 sugere a inclusão de um novo inciso no art. 39, com a finalidade de contemplar, de forma clara na regulamentação, essa hipótese de manifestação de discordância, nos seguintes termos:

"Art. 39. Na OPA para cancelamento de registro, os acionistas devem ser considerados:

I – concordantes com o cancelamento de registro se aceitarem vender suas ações no leilão;

II – concordantes com o cancelamento de registro, se, havendo se habilitado para o leilão, não desejarem vender suas ações, mas manifestarem expressamente sua concordância com o cancelamento; ~~ou~~

*III – discordantes do cancelamento de registro, se, havendo se habilitado para o leilão, não aceitarem a OPA.; **ou***

IV – discordantes do cancelamento de registro se, havendo se habilitado para o leilão, emitirem ordem de venda de ações com valor superior ao preço por ação determinado na OPA."

(g) Artigo 45

35. Novamente, a B3 parabeniza esta d. Autarquia pela simplificação no que tange às hipóteses de incidência de OPA por aumento de participação. Os novos parâmetros, além de solucionar questões práticas enfrentadas pelas companhias, agregam maior clareza, facilidade e previsibilidade na aplicação da norma.

36. Adicionalmente ao disposto na redação da Minuta A acerca da OPA por aumento de participação, a B3 entende oportuno sugerir a avaliação de eventual inclusão de um regime específico de exceção para companhias abertas sem negociação.

37. Em casos de companhias abertas, cujas ações não são efetivamente negociadas em bolsa, ainda que admitidas à negociação, a depender do percentual de *free float*, a aquisição de ações em circulação pelo acionista controlador e pessoas vinculadas deveria, de acordo com a norma, ser realizada por meio de OPA por aumento de participação.

38. Uma vez que não há efetiva negociação de ações, por vezes, essas companhias podem possuir uma base acionária reduzida, com um investidor estratégico considerado titular de ações em circulação, além do grupo de controle (que, habitualmente, realiza transações privadas entre si). A depender desse percentual de *free float*, caso o investidor decida reduzir sua participação alienando ações para o controlador, possivelmente haveria a incidência de OPA por aumento de participação.

39. No entanto, essas situações diferem dos cenários que envolvem companhias com efetiva negociação de ações, em que há a preocupação de resguardar uma liquidez mínima para os titulares de ações em circulação. Nesses casos, as ações de emissão da companhia já não possuem qualquer liquidez, uma vez que, embora admitidas à negociação, não são efetivamente negociadas, o que, na visão da B3, poderia gerar a dispensa da necessidade de realizar uma OPA por aumento de participação, caso se verifique uma das hipóteses de incidência dessa obrigação.

40. Nesse sentido, propõe-se a criação de um regime semelhante, guardadas as diferenças de cada caso, ao disposto no art. 5º do Anexo K, da Resolução CVM nº 80, o qual dispõe sobre as condições que tornam obrigatória a participação de conselheiros independentes no conselho de administração da companhia. Dentre as condições descritas, destaca-se a presente no art. 5º, III, que aborda a existência de ações ou de certificados de depósito de ações em circulação.

41. Nesse sentido, a B3 sugere a avaliação da legalidade e pertinência de criação de um regime diferenciado para dispensar da obrigatoriedade de realização de OPA por aumento de participação, companhias que não possuam ações em negociação, considerando, a título exemplificativo, o modelo de dispensa supracitado em relação à participação de conselheiros independentes em conselhos de administração.

(h) Artigo 45, § 8º

42. Ainda em relação ao regime da OPA por aumento de participação, a B3 sugere uma alteração pontual de redação no art. 45, § 8º, da Minuta A, de modo a deixar mais evidente que, nos casos em que o percentual de ações em circulação da companhia seja inferior a 15%, aquisições posteriores de ações em circulação por parte do acionista controlador e pessoas a ele vinculadas devem ser realizadas por meio de OPA, e não exatamente ensejam uma nova OPA por aumento de participação.

43. Com efeito, a redação originalmente proposta pode, eventualmente, levar a uma interpretação de que, nesses casos, acionista controlador e pessoas vinculadas poderiam realizar uma primeira aquisição de ações em circulação por outro mecanismo que não uma OPA e, posteriormente, esse ato ensejaria a obrigação de lançar uma OPA por aumento de participação. Nesse sentido, propõe-se o ajuste, conforme segue:

“Art. 45. ...

(...)

§ 8º Ainda que realizada a OPA por aumento de participação por força do inciso I do caput, caso o percentual de ações em circulação remanescente

*após a OPA seja inferior àquele previsto em tal dispositivo, aquisições adicionais de ações em circulação por parte do acionista controlador e pessoas a ele vinculadas ~~ensejam obrigação de realizar~~ **devem ser realizadas por meio de** nova OPA por aumento de participação, ressalvado o disposto no § 2º deste artigo;*

(i) Artigo 47, incisos I e II

44. Em relação ao procedimento alternativo à OPA por aumento de participação, notou-se o estabelecimento de prazos distintos para a alienação do excesso de participação, a depender da hipótese de incidência identificada. Nesse sentido, caso se verifique a primeira hipótese, o controlador poderia alienar o excesso de participação em 3 (três) meses e, na segunda hipótese, em 30 (trinta) dias.

45. Diante disso, a B3 solicita a essa CVM esclarecimentos a respeito das razões para estabelecimento de prazos distintos nos incisos I e II do art. 47 da Minuta A. Caso essa d. Autarquia entenda que não há prejuízo, a B3 propõe a unificação de prazos em 3 (três) meses para as duas hipóteses consideradas no dispositivo, com a finalidade de simplificar a aplicação da norma.

46. A B3 compreende que pode haver casos nos quais ao ultrapassar o limite de 1/6, o *free float* restante poderia ser ainda muito superior a 15%, o que poderia justificar para tais hipótese prazo mais curto. No entanto, outros fatores, tais como a liquidez efetiva e quantidade de valores mobiliários a ser alienada, podem alterar esse equilíbrio, razão pela qual parece razoável ponderar a unificação de prazos.

(j) Artigo 68

47. O art. 68 introduziu uma inovação significativa ao criar um procedimento de registro automático para OPA voluntária que não envolva permuta por valores mobiliários. Sob esse novo regime, o registro da OPA não está sujeito à análise prévia da CVM; ele é concedido automaticamente desde que todos os requisitos e procedimentos estabelecidos no art. 69 sejam integralmente atendidos.

48. No entanto, atualmente OPA voluntárias são somente registradas na B3, que possui um prazo mínimo de 3 (três) dias úteis de análise da documentação para a então autorização do leilão. Dessa forma, a B3 entende ser importante haver um esclarecimento sobre como conciliar a concessão do registro automático da CVM, que não possui prazo de análise, com aquele que é concedido pela B3.

49. Inicialmente, a B3 vislumbra 2 (duas) alternativas: (i) determinar que o registro na B3 é um pré-requisito para o protocolo junto à CVM de OPA voluntária que não envolva a permuta de valores mobiliários, ou (ii) deixar expresso na norma que o registro automático concedido pela CVM não dispensa a análise da B3.

50. Por fim, agradecemos a oportunidade de contribuir com esta Consulta e colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO