

Rio de Janeiro, 07 de março de 2024.

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro
20050-901 – Rio de Janeiro – RJ

SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger
(via e-mail conpublica0523@cvm.gov.br)

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM nº 05/2023 – Revogação da Resolução CVM nº 85, de 31 de março de 2022, e alteração pontual da Resolução CVM nº 77, de 29 de março de 2022, para revisão das regras aplicáveis às ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas

Senhoras e Senhores,

Fazemos referência ao Edital de Consulta Pública SDM nº 05/2023, de 06 de dezembro de 2023 (“Consulta Pública”), que coloca em discussão minuta de resolução revogando a Resolução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” ou “Comissão”) nº 85, de 31 de março de 2022 (“Resolução CVM 85”) e alterando determinadas disposições da Resolução CVM nº 77, de 29 de março de 2022 (“Resolução CVM 77”), relacionadas às regras aplicáveis às ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas (“OPA” e “Minuta”, respectivamente).

Inicialmente, gostaríamos de cumprimentar esta D. CVM pela iniciativa de suscitar o debate acerca da revisão da regulamentação aplicável às OPA, incorporando avanços significativos alcançados a partir da extensa experiência formada por essa D. Autarquia em sua atuação regulatória.

Com o intuito de contribuir para as discussões e aperfeiçoamento normativo, vimos, pela presente, colaborar com nossas considerações em atenção à Minuta proposta na Consulta Pública.

Além de comentários pontuais aos dispositivos previstos na Minuta, entendemos pertinente sugerir um novo regime para OPA voluntárias que estejam condicionadas à verificação de aprovações regulatórias para o seu lançamento.

Como será comentado adiante, na medida em que a regra atual exige que o Edital da OPA voluntária seja divulgado no momento em que o ofertante anunciar publicamente a sua intenção de realizar a oferta, o ofertante teria até 45 dias para a satisfação de condições precedentes, intervalo máximo autorizado pela Resolução CVM 85 para a realização do leilão. Tal prazo é, via de regra, insuficiente, por exemplo, para que seja

obtida a aprovação final de atos de concentração sujeitos ao procedimento ordinário perante o Conselho Administrativo de Defesa Econômico (CADE) e órgãos assemelhados em outras jurisdições.

Assim, havendo a possibilidade de que mesmo as ofertas voluntárias com liquidação em dinheiro possam optar pela adoção do rito de análise ordinário de OPA, a satisfação de condições regulatórias poderia ser alcançada no decurso do período de registro perante a CVM, para que somente após seja publicado o Edital da oferta, iniciando-se o período de habilitação para o leilão.

A nosso ver, o aprimoramento do regime de condicionantes ao lançamento de OPA voluntárias também se harmoniza à proposta trazida pela Consulta Pública de unificação de lançamento de OPA voluntária e OPA para cancelamento de registro. Isso porque, em alguns casos, o ofertante pode optar por conhecer de antemão o valor justo que seria apurado em laudo de avaliação, a despeito da possibilidade de dispensa de sua elaboração contida no artigo 22 da Minuta.

Nossa manifestação está dividida em 07 (sete) seções, organizadas da seguinte forma: **(I)** Adoção facultativa do rito ordinário de registro em caso de OPA voluntária cujo lançamento dependa da verificação de condições precedentes, **(II)** Garantia de liquidação financeira; **(III)** Dispensa de elaboração de laudo de avaliação; **(IV)** Alteração do preço da OPA por fato posterior; **(V)** Tratamento diferenciado para cancelamento de registro; e **(VI)** Declaração de proventos entre o leilão e a efetiva liquidação da oferta.

I. ADOÇÃO FACULTATIVA DO RITO ORDINÁRIO DE REGISTRO EM CASO DE OPA VOLUNTÁRIA CUJO LANÇAMENTO DEPENDA DA VERIFICAÇÃO DE CONDIÇÕES PRECEDENTES

A Minuta prevê dois ritos de registro para as OPA: o rito ordinário, que demanda análise prévia desta D. CVM, equivalendo ao previsto na Resolução CVM 85, e o rito automático, que não demanda tal análise. A Minuta indica, ainda, que o registro ordinário será aplicável às OPA obrigatórias e OPA voluntárias com permuta por valores mobiliários, ao passo em que o registro automático será aplicável às OPA voluntárias que não envolvam permuta.

Em nossa leitura, seria possível que, mesmo quando se tratar de OPA sujeita ao registro automático, o ofertante possa optar por submeter a sua oferta à análise prévia da CVM, seguindo o rito ordinário.

Embora pareça contraproducente submeter uma oferta a um rito de análise prévia, a adoção dessa alternativa pode ser o único meio viável de lançamento de uma oferta que dependa da verificação de condicionantes em momento anterior à publicação do Edital. Isso se deve ao regime de sigilo imposto às ofertas voluntárias atualmente previsto na Resolução CVM 85 e que seria replicado na Minuta.

Nos termos do artigo 260 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”), “[a]té a publicação da oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a Comissão de Valores Mobiliários devem manter sigilo sobre a oferta projetada, respondendo o infrator pelos danos que causar.”

Em seu turno, o parágrafo 1º do artigo 5º da Resolução CVM 85 determina que esta obrigação de sigilo se estende: **(i)** quando se tratar de OPA sujeita a registro na CVM, até a data em que for divulgado o Fato Relevante que a anuncie; ou **(ii)** quando se tratar de OPA não sujeita a registro na CVM, até a data em que for publicado o Edital de OPA.

Assim, quando se tratar de modalidade de OPA voluntária não sujeita a registro na CVM, o momento da “publicação da oferta” – expressão empregada pelo artigo 260 da Lei das S.A. – é atualmente entendido como o momento em que for publicado o Edital¹. Uma vez publicado o Edital, o leilão da OPA deverá ser realizado no prazo máximo de 45 dias, conforme determina o parágrafo 1º do artigo 15 da Resolução CVM 85, tratamento idêntico ao previsto na Minuta.

O prazo de 45 dias, no entanto, pode ser insuficiente para que sejam obtidas aprovações prévias necessárias à efetivação da oferta, tais como: **(i)** a aprovação definitiva do ato de concentração pelo CADE, caso sujeito ao procedimento ordinário²; **(ii)** a exclusão de previsões estatutárias da companhia objeto que imponham a obrigação de lançamento de OPA como medida de proteção à dispersão acionária (*poison pill*), ou tragam limitações ao exercício do direito de voto; **(iii)** a implementação de reorganizações societárias prévias a serem realizadas pela companhia objeto; e **(iv)** a avaliação do valor justo da sociedade alvo por meio de laudo de avaliação e o decurso do prazo de revisão do preço previsto no artigo 4º-A da Lei das S.A., caso o ofertante tenha a intenção de lançamento subsequente de OPA para cancelamento de registro da companhia objeto.

As condições precedentes exemplificadas acima, na medida em que dependem essencialmente da interação com terceiros e de atos públicos, não poderiam ser alcançadas em momento anterior a divulgação pública da intenção de lançamento da oferta.

Tendo isso em vista, entendemos que a alternativa mais simples para a acomodação das OPA voluntárias em dinheiro que dependam da verificação de condições precedentes seria a previsão de submissão dessas ofertas ao rito ordinário de registro perante a CVM, permitindo que a publicação do edital se dê em momento posterior à divulgação da intenção de lançamento da oferta.³

¹ Sem prejuízo do tratamento previsto no inciso II parágrafo 2º do artigo 5º da Resolução CVM 85, caso o ofertante ainda não tenha certeza sobre a efetivação da oferta.

² Muito embora a regulamentação expedida pelo CADE preveja expressamente a possibilidade de liquidação de OPA no curso de seu período de análise, a transação permaneceria sob insegurança jurídica, na medida em que: (a) há o risco de rejeição posterior do ato de concentração, obrigando-se o seu desfazimento ou condicionamento; e (b) as ações adquiridas no âmbito da OPA não gozariam plenamente de seus direitos políticos até a obtenção da aprovação em definitivo do ato de concentração.

³ Como alternativas, poderia ser discutida: (i) a possibilidade de extensão do prazo máximo para realização do leilão da OPA, compatibilizando-o com o prazo para obtenção das aprovações prévias necessárias; ou (ii) A criação de um regime específico instituindo a figura do “Aviso Preliminar de OPA”, onde a oferta

Dessa forma, entendemos adequado que o normativo estabeleça:

(a) A previsão expressa de que o ofertante poderá optar por submeter a sua oferta ao rito ordinário de registro, mesmo quando lhe for permitida a utilização do rito automático, equiparando essas ofertas àquelas que dependam de registro prévio perante a CVM;

(b) A possibilidade de que a concessão do registro da oferta pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE fique condicionada, adicionalmente, à verificação de determinadas condições precedentes, se assim solicitado pelo ofertante. Essa adequação tem por finalidade conceder prazo adicional para que o ofertante siga ao lançamento da Oferta após o trâmite regular do período de análise pela SRE, caso esse seja insuficiente para a satisfação das condições precedentes; e

(c) Previsão expressa de que o ofertante poderá solicitar a exclusão de condicionantes (o que abreviaria a concessão do registro), ou desistir da oferta no curso do seu período de registro. Evidentemente, que a possibilidade de desistência do pedido de registro não se aplica às OPA a que o ofertante esteja obrigado a fazer mediante a ocorrência de um de um determinado evento, como é o caso da OPA por alienação de controle. Adicionalmente, tal previsão não modificaria o regime de modificação e revogação das condições da OPA após a divulgação do Edital, conforme previsto no artigo 9º da Minuta.

O quadro abaixo traz uma sugestão de redação a ser incorporada à Minuta.

REDAÇÃO DA MINUTA	REDAÇÃO SUGERIDA (CESCON BARRIEU)
<p>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:</p> <p>I – OPA obrigatórias;</p> <p>II – OPA voluntárias que envolvam permuta por valores mobiliários, inclusive as ofertas mistas e alternativas; e</p> <p>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.</p> <p>(...)</p>	<p>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:</p> <p>I – OPA obrigatórias;</p> <p>II – OPA voluntárias que envolvam permuta por valores mobiliários, inclusive as ofertas mistas e alternativas; e</p> <p>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.</p> <p>(...)</p> <p><u>(Novo dispositivo)</u></p>

permaneceria desobrigada de registro prévio perante a CVM, e sendo regulados os termos para que o ofertante limites para que o ofertante informe a sua intenção firme de lançamento da oferta.

	<p><u>§ 17. O ofertante poderá solicitar que a OPA voluntária, ainda que não envolva permuta por valores mobiliários, seja submetida ao rito de registro ordinário, equiparando a oferta a uma OPA sujeita ao rito de registro ordinário.</u></p>
<p>Art. 66. (...)</p> <p>§ 15. A concessão do registro da OPA pela SRE fica condicionada à obtenção de autorização perante a entidade administradora do ambiente de mercado organizado em que deva ser realizado o leilão.</p>	<p>Art. 66. (...)</p> <p>§ 15. A concessão do registro da OPA pela SRE fica condicionada à obtenção de autorização perante a entidade administradora do ambiente de mercado organizado em que deva ser realizado o leilão, <u>bem como à satisfação das seguintes condicionantes, caso solicitadas pelo ofertante no âmbito do pedido de registro de OPA:</u></p> <p><u>(Novos dispositivos)</u></p> <p><u>I – A aprovação, em assembleia geral extraordinária da companhia objeto, de reforma estatutária para exclusão, modificação, ou deliberação para não acionamento, de cláusulas estatutárias que imponham obrigações onerosas ao ofertante em caso de atingimento de participação relevante, ou restrições ao exercício de direitos;</u></p> <p><u>II – A aprovação definitiva do ato de concentração perante o Conselho Administrativo de Defesa Econômico (CADE), ou qualquer outro órgão governamental de natureza antitruste no exterior a que o ato de concentração esteja sujeito;</u></p> <p><u>III – A implementação de reorganização societária envolvendo a companhia objeto, tais como incorporação, cisão, fusão, aumento ou redução de capital, criação de novas espécies ou classes de ações;</u></p> <p><u>IV – A conclusão de laudo de avaliação de que trata o artigo 17 desta Resolução, caso aplicável, bem como do decurso do prazo para solicitação de revisão de preço previsto no parágrafo 3º do artigo 43 desta Resolução; e</u></p> <p><u>V – A implementação de condições que não dependam da atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas.</u></p> <p><u>§ 16. O ofertante poderá, a qualquer momento, solicitar a exclusão de condicionantes que tenham sido solicitadas na forma do §15º.</u></p> <p><u>§ 17. A inclusão de condicionantes não restringirá a capacidade de desistência do pedido de registro quando o ofertante estiver autorizado a tanto.</u></p>

Da mesma forma, sugerimos que a redação do Anexo A à Minuta seja complementada para referenciar eventuais condicionantes que sejam solicitadas pelo Ofertante.

ANEXO A À MINUTA	REDAÇÃO SUGERIDA (CESCON BARRIEU)
Art. 1º O requerimento de registro de OPA sujeita ao rito de registro ordinário deve conter: (...)	Art. 1º O requerimento de registro de OPA sujeita ao rito de registro ordinário deve conter: (...) <u>(Novo dispositivo)</u> <u>XIII – a relação de condicionantes a serem incluídas na forma autorizada pelo Art. 66, § 15 desta Resolução.</u>

Adicionalmente, sugerimos que a atual Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 (“Resolução CVM 44”), seja alterada em seu artigo 9º para adequação da terminologia utilizada em referência às ofertas públicas que venham a ser submetidas ao registro prévio perante essa D. CVM, estendendo o regime informacional também às ofertas voluntárias que sejam submetidas facultativamente ao registro no rito ordinário.

RESOLUÇÃO CVM 44	REDAÇÃO SUGERIDA (CESCON BARRIEU)
Art. 9º Imediatamente após deliberar realizar oferta pública que dependa de registro na CVM, o ofertante deve divulgar a quantidade de valores mobiliários a serem adquiridos ou alienados, o preço, as condições de pagamento e demais condições a que estiver sujeita a oferta, nos termos do art. 3º desta Resolução. (...)	Art. 9º Imediatamente após deliberar realizar oferta pública que dependa de registro na CVM, <u>ou que venha a ser submetida ao rito de registro ordinário, na forma da regulamentação aplicável</u> , o ofertante deve divulgar a quantidade de valores mobiliários a serem adquiridos ou alienados, o preço, as condições de pagamento e demais condições a que estiver sujeita a oferta, nos termos do art. 3º desta Resolução. (...)

I.1. Considerações adicionais ao regime informacional pertinente ao lançamento de OPA voluntária

A preservação do sigilo relativo à OPA projetada, nos termos do artigo 260 da Lei das S.A., tem por objetivo primordial manter o funcionamento regular do mercado, impedindo o surgimento de condições artificiais de demanda e preço dos valores mobiliários envolvidos na futura oferta pública.⁴

Caso a OPA voluntária seja submetida ao registro prévio perante a CVM, competirá ao ofertante comunicar este fato ao Diretor de Relações com Investidores da companhia objeto para que seja divulgado o respectivo Fato Relevante. Ainda que não se imponha o lançamento concomitante do Edital da OPA nesse caso, por evidente, a divulgação da intenção de realização de uma oferta com mero intuito manipulativo é uma conduta vedada. Assim, essa D. CVM permanece dotada de instrumentos legais, como a

⁴ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas v. 4, t. II, 4ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011. p. 280.

Resolução CVM nº 62, de 19 de janeiro de 2022, para coibir que a utilização do procedimento de registro se dê com finalidade ilícita.

Isso posto, cumpre-nos ressaltar que o artigo 260 da Lei das S.A. não impõe que o momento de divulgação da OPA voluntária coincida necessariamente com a data de divulgação do Edital. A nosso ver, a Lei das S.A. fez uma diferenciação intencional do que se deve entender por “oferta” e “instrumento da oferta de compra”, este último equiparável ao Edital e com elementos mínimos previstos no artigo 258 da Lei das S.A. Assim, a referência à “publicação da oferta” como momento de quebra de sigilo da oferta projetada pode ser regulada de forma diversa por essa D. CVM, inclusive por meio da divulgação obrigatória de Fato Relevante com os elementos principais da oferta conhecidos até o momento.

A exemplo disso, como inclusive discutido em caráter preliminar no âmbito da Audiência Pública SDM 02/10, seria possível a previsão de uma figura assemelhada a um “Aviso Preliminar”, onde o ofertante informaria a sua intenção firme de realizar a OPA voluntária⁵, em momento anterior a publicação do Edital (i.e. do instrumento da oferta de compra). Ainda que a referida Audiência Pública tenha optado por dar tratamento diverso à matéria, compatível com a experiência alcançada pela prática de mercado até aquele momento, entendemos ter havido a sinalização de que seria possível a flexibilização do regime de término de sigilo de ofertas voluntárias.

Caso essa D. CVM entenda inadequado o regime de submissão facultativa de registro prévio de ofertas voluntárias, entendemos que a acomodação regulatória de ofertas que dependam da verificação de condições precedentes para o seu implemento possa se dar por meios alternativos.

Por exemplo, além da possibilidade de um regime de intenção firme de lançamento, seria possível a flexibilização do prazo de máximo para realização do leilão quando for necessário tempo adicional para satisfação das condições precedentes. Um efeito indesejável dessa alternativa, no entanto, seria o possível bloqueio prolongado de recursos do ofertante junto à instituição intermediária para assegurar a liquidação da oferta.

Por fim, gostaríamos de destacar que outras modalidades de transações de controle, como incorporações com parcela significativa da relação de troca em ações preferenciais compulsoriamente resgatáveis em dinheiro (semelhantes a um *cash-out merger*), oferecem um regime mais favorável à satisfação de condições precedentes e produzem efeitos bastante semelhantes a uma OPA para aquisição de controle. Tratam-se, em igual medida, de transações com capacidade direta de afetação da cotação de mercado dos valores mobiliários negociados.

⁵ Minuta de norma apresentada no Edital de Audiência Pública SDM 02/2010. “Art. 4º-B O anúncio da OPA deverá incluir declaração do ofertante de que tem a intenção firme de realizar a oferta e conter as informações previstas nos itens “a” até “e” e “i” até “m” do inciso I do Anexo II.

Assim, as restrições atualmente aplicáveis à quebra de sigilo em OPA voluntária com contrapartida exclusivamente em dinheiro podem limitar o lançamento de transações de interesse dos acionistas, ou levar à adoção de estruturas societárias para que se alcance finalidade semelhante.

II. GARANTIA DE LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA

Com relação ao artigo 11 da Minuta, que estabelece as condições mínimas a serem pactuadas entre o ofertante e a instituição financeira contratada para garantir a liquidação financeira da OPA, bem como as hipóteses de dispensa de sua contratação, trazemos os seguintes comentários:

(a) O Inciso I do parágrafo 1º do artigo 11 dispensa a necessidade de manutenção da garantia de liquidação para as parcelas de preço futuro que reflitam os termos pactuados com o acionista alienante de bloco de controle para fins da OPA por alienação de controle. Entendemos, no entanto, que essa flexibilização deve se estender também às demais modalidades de OPA, na medida em que o contingenciamento de preço pode ser instrumento justificado para adequada alocação de risco na oferta; e

(b) Sugerimos simplificação do parágrafo 3º do artigo 11 para esclarecer que não há restrições à elevação de preço da oferta até o limite da contragarantia oferecida.

RESOLUÇÃO CVM 44	REDAÇÃO SUGERIDA (CESCON BARRIEU)
<p>Art. 11. (...) § 1º A obrigação prevista no caput:</p> <p>I – não abarca parcelas a serem pagas a prazo ou futuras e incertas do preço da OPA correspondentes a eventuais acréscimos ou diminuições do preço pago ao alienante do controle acionário; e (...)</p>	<p>Art. 11. (...) § 1º A obrigação prevista no caput:</p> <p>I – não abarca parcelas a serem pagas a prazo ou futuras e incertas do preço da OPA correspondentes a eventuais acréscimos ou diminuições do preço pago ao alienante do controle acionário; e (...)</p>
<p>Art. 11. (...) § 3º Para fins do § 2º, a solução escolhida pelo ofertante, em qualquer dos casos, deve garantir o valor necessário à liquidação financeira da OPA, e deve ter como base um cenário de alienação pelos acionistas de todas as ações objeto da OPA e o preço máximo que a oferta pode atingir, renunciando o ofertante, neste caso, à possibilidade de elevação do preço em patamar superior ao preço máximo considerado para fins do depósito ou do seguro.</p>	<p>Art. 11. (...) § 3º Para fins do § 2º, a solução escolhida pelo ofertante, em qualquer dos casos, deve garantir o valor necessário à liquidação financeira da OPA, e deve ter <u>tendo</u> como base um <u>o</u> cenário de alienação pelos acionistas de todas as ações objeto da OPA e <u>considerando</u> o preço máximo que a oferta pode atingir <u>previsto no Edital</u>, renunciando o ofertante, neste caso, à possibilidade de elevação do preço em patamar superior ao preço <u>valor agregado</u> máximo considerado para fins do depósito ou do seguro.</p>

III. DISPENSA DE ELABORAÇÃO DE LAUDO DE AVALIAÇÃO

O inciso I do caput do artigo 22 da Minuta prevê a possibilidade de dispensa de elaboração de laudo de avaliação quando o preço da oferta refletir o valor praticado em transação relevante envolvendo ações de emissão da companhia objeto. Na medida em que se trataria de uma transação entre partes independentes, como proposto por essa D. CVM, entendemos adequada a utilização do seu referencial de preço para determinação do preço justo previsto no parágrafo 4º do artigo 4º da Lei das S.A.

Como sugestão adicional, entendemos pertinente que o conceito de negócio jurídico previsto no dispositivo inclua expressamente referência a compromissos contratuais para alienação futura de bloco de ações no âmbito da oferta, isto é, acordos para aceitação de OPA.

Por exemplo, se acionistas representantes de pelo menos 20% do capital social firmarem o compromisso, perante o ofertante, de que alienarão as suas ações no âmbito de OPA projetada, o preço mínimo a que tenham comprometido a sua aceitação também representaria um referencial de valor justo de avaliação das ações.

O quadro abaixo traz uma sugestão de redação a ser incorporada à Minuta.

REDAÇÃO DA MINUTA	REDAÇÃO SUGERIDA (CESCON BARRIEU)
<p>Art. 21 (...)</p> <p>§ 2º Para fins do disposto no inciso I do caput, considera-se o negócio jurídico realizado na data em que for firmado qualquer documento de caráter vinculante tendo por objeto a compra e venda das ações.</p>	<p>Art. 21 (...)</p> <p>§ 2º Para fins do disposto no inciso I do caput:</p> <p><u>I – considera-se o negócio jurídico realizado na data em que for firmado qualquer documento de caráter vinculante tendo por objeto a compra e venda das ações; e</u></p> <p><u>(Novo dispositivo)</u></p> <p><u>II – quando se tratar de compromisso para alienação de ações no âmbito de OPA, o preço mínimo de aceitação contratado para a oferta projetada será considerado como o preço de compra e venda do negócio jurídico.</u></p>

IV. ALTERAÇÃO DO PREÇO DA OPA POR FATO POSTERIOR

O artigo 21 da Minuta prevê um novo regime em que competiria ao ofertante avaliar a adequação e atualização do preço justo da OPA. Entendemos, no entanto, que o regime proposto causaria distorções regulatórias indesejáveis, e cria relevante insegurança jurídica para o lançamento de OPA cujo preço mínimo esteja baseado no valor justo da companhia objeto.

Nos termos do artigo 3º da Resolução CVM 44, compete à administração da companhia objeto avaliar se determinado ato ou fato ocorrido nos seus negócios alcança

critérios de materialidade que justifiquem a sua divulgação como Fato Relevante. Por mais completa que seja a divulgação do ato ou fato relevante, em termos práticos a sua divulgação não reestabelece, necessariamente a total simetria informacional entre os administradores (*agents*) e seus acionistas (*principals*). O Fato Relevante pode preservar, por exemplo, aspectos estratégicos cuja divulgação, ao menos naquele momento, possa pôr em risco interesse legítimo da companhia.

Pelo regime da Lei das S.A. não se conclui que o acionista controlador tenha necessariamente conhecimento integral de informações detidas pela administração da companhia. Muito embora a lei societária imponha ao acionista controlador determinados deveres fiduciários e o poder-dever de dirigir os órgãos da administração, a legislação não prevê expressamente canais de comunicação para que o acionista controlador tenha conhecimento de matérias internas à administração. Também não se presume que os membros do conselho de administração eleitos pelo acionista controlador sirvam de conduíte; ao contrário, o regime geral previsto pelo parágrafo 1º do artigo 154 da Lei das S.A. é que o administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem deveres fiduciários comuns aos demais.

Assim, na medida em que se trata de matéria não regulada expressamente pela Lei das S.A., os administradores podem, de forma justificada no interesse social da companhia, prever diferentes regimes de comunicação de fatos internos ao acionista controlador para o exercício de seu poder-dever de controle.

Não se justifica, dessa forma, que acionista controlador, quando ofertante, seja obrigado a fazer uma avaliação completa e precisa sobre o impacto de qualquer Fato Relevante ou nova demonstração financeira sobre o valor da companhia. Não se deve exigir do ofertante também a expertise para fazer esse julgamento.

Destacamos que, com a introdução da possibilidade de cumulação de OPA para aquisição de controle e de cancelamento de registro, será mais frequente que o laudo de avaliação (ou sua dispensa) seja requerido em OPA formulada por um ofertante que sequer é acionista da companhia objeto.

Não se ignora a possibilidade de lançamento de OPA pela própria companhia objeto, onde o papel da administração e do ofertante se confundiriam. No entanto, entendemos que o regime de deveres fiduciários impostos aos administradores seria suficiente para proteção de direitos dos acionistas ofertados também nesse caso.

Não menos importante, cabe trazeremos uma reflexão sobre práticas comumente adotadas para a avaliação de companhias abertas. Em apertada síntese, o valor “justo” de uma empresa reflete não apenas a sua lucratividade futura (fatores internos), como também o custo de oportunidade dos potenciais investidores (fatores externos).

Dessa forma, ainda que não tenha havido a ocorrência de qualquer fato ou ato relevante nos negócios da companhia objeto, fatores macroeconômicos como a flutuação da taxa básica de juros podem ter impacto significativo na avaliação da companhia objeto.

Quando adotada a metodologia de avaliação por fluxo de caixa descontado, especialmente relevante para esse fim, esses fatores externos compõem a taxa de desconto utilizada para determinação de seu valor presente, como por exemplo a expectativa de rentabilidade de ativos com perfil de risco semelhante. Companhias exportadoras de commodities, por exemplo, estão altamente sujeitas à expectativa futura de variação cambial, tipicamente com efeito limitado em suas demonstrações financeiras (essencialmente vinculado a avaliação de derivativos contratados).

O que se visa ilustrar com essas breves considerações é que nos parece não ser possível impor um regime de constante atualização do valor “justo”, que esbarraria em dificuldades práticas intransponíveis.

Ainda, caso se exija que o avaliador reveja as premissas de sua avaliação a cada divulgação de demonstrações financeiras trimestrais, o que nos parece um resultado provável se adotado o regime proposto na Minuta, remanesceriam poucas janelas para lançamento e conclusão da OPA, na medida em que os trabalhos do avaliador poderiam demorar semanas ou meses para serem concluídos.

V. TRATAMENTO DIFERENCIADO PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO

Por meio do Edital, esta D. CVM prevê um regime diferenciado às OPA para cancelamento de registro quando o percentual de ações em circulação da companhia objeto seja inferior a 5% (cinco por cento) do total de ações emitidas, autorizando, nesse caso, que o quórum de aceitação seja a maioria simples das ações elegíveis.

Trata-se de iniciativa louvável, que reconhece a necessidade de flexibilização das regras de sucesso de OPA a depender das circunstâncias fáticas da companhia objeto.

Nesse sentido, entendemos que outras companhias também apresentam características particulares que possam justificar tratamentos diferenciados em linha com o regime ora proposto.

Nos últimos anos, houve um crescente número de emissores que obtiveram o registro de companhia aberta perante a CVM, mas que optaram por não dar continuidade em suas ofertas públicas iniciais. Esses emissores, embora formalmente sejam considerados como companhias abertas, e em alguns casos também possuam *ticker* de negociação na B3, não possuem qualquer nível de negociação secundária.

Entendemos que esses emissores, que não possuem, e nunca possuíram, qualquer nível de liquidez, também merecem um tratamento diferenciado. Nesses casos, o cancelamento de registro não representa qualquer ruptura aos acionistas minoritários. Quando o emissor não tiver a expectativa de prosseguir com uma oferta pública em um futuro próximo, os custos associados a manutenção de registro de companhia aberta podem se demonstrar injustificáveis.

Dessa forma, entendemos adequado um tratamento diferenciado para cancelamento de registro de companhias abertas que, cumulativamente: **(i)** obtiveram o registro de companhia aberta perante a CVM nos últimos 10 (dez) anos; **(ii)** não tenham realizado oferta pública de emissão de ações após o deferimento do pedido de registro de companhia aberta; e **(iii)** as ações de sua emissão não apresentem volume médio diário de negociação superior a R\$1 milhão em mercados regulamentados de valores mobiliários no Brasil nos 90 (noventa) pregões anteriores.

Sugerimos, para os emissores acima descritos:

(a) Que seja dispensada a obrigação de lançamento de OPA para cancelamento de registro mediante aprovação pela maioria dos votos dos acionistas titulares de ações em circulação presentes na assembleia geral⁶, autorizando a companhia a prosseguir com a solicitação de registro voluntário; e

(b) Caso não seja dispensado o lançamento o lançamento de OPA para cancelamento de registro, que: (b.1) seja autorizada a utilização do valor patrimonial das ações como critério único para estabelecimento do valor justo das ações de que trata o parágrafo 4º do artigo 4º da Lei das S.A.; e (b.2) acionistas titulares de mais de 1/4 (um quarto) das ações elegíveis devem aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro.

Para tanto, o quadro abaixo traz a sugestão de redação de um novo artigo 35-A para previsão desse tratamento diferenciado:

⁶ A semelhança do regramento previsto pelo parágrafo 3º do artigo 44 do Regulamento do Novo Mercado.

REDAÇÃO SUGERIDA (CESCON BARRIEU) – NOVO DISPOSITIVO

Art. 35-A. Observado o disposto neste artigo, a obrigação de lançamento da OPA prevista no artigo 35 desta Resolução poderá ser dispensada como condição para o cancelamento de registro de companhia aberta que, cumulativamente:

I – obteve o registro de companhia aberta perante a CVM nos últimos 10 (dez) anos;

II – não tenha realizado oferta pública de emissão de ações após o deferimento do pedido de registro de companhia aberta; e

III – cujas ações de sua emissão apresentem volume médio diário de negociação igual ou inferior a R\$1 milhão em mercados regulamentados de valores mobiliários no Brasil apurado nos 90 (noventa) pregões anteriores à publicação do primeiro edital de convocação da referida assembleia geral.

§1º Alternativamente, quando se tratar de companhia objeto que atenda à qualificação prevista no caput, na hipótese de lançamento de OPA para cancelamento de registro:

I – será autorizado, como critério único para estabelecimento do valor justo das ações de que trata o parágrafo 4º do artigo 4º da Lei 6.404/76, a utilização do valor patrimonial das ações apurado nas últimas demonstrações financeiras padronizadas, referente ao encerramento do exercício social, aprovadas em assembleia geral ordinária;

II – acionistas titulares de mais de 1/4 (um quarto) das ações elegíveis devem aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro; e

III – o volume médio diário de negociação de que trata o inciso III do caput será apurado nos 90 (noventa) pregões anteriores à publicação do Fato Relevante que informar a submissão do pedido de registro da oferta.

§2º O disposto no artigo 29 desta Resolução [considerando a numeração indicada na Minuta] não se aplica às companhias que atendam à qualificação prevista no caput.

VI. DECLARAÇÃO DE PROVENTOS ENTRE O LEILÃO E A EFETIVA LIQUIDAÇÃO DA OFERTA

Como prática de mercado, o Edital usualmente prevê que o preço da oferta será diminuído em decorrência da declaração de proventos pela companhia objeto, na medida em que implica a redução do patrimônio líquido da sociedade. Trata-se de uma estrutura legítima para facilitação de transações de controle e otimização fiscal.

Sugerimos que o artigo 26 da Minuta preveja um dispositivo que possibilite que esse mesmo mecanismo de ajuste de preço possa ser utilizado não somente até a data do leilão, como também entre a data do leilão e a efetiva liquidação da oferta. Isso porque é possível que a administração da companhia objeto deseje condicionar a declaração do provento à verificação do sucesso da oferta, o que somente poderia ser confirmado após o término do leilão.

Assim, propomos a inclusão de um novo parágrafo 11º ao artigo 26 da Minuta, conforme abaixo:

REDAÇÃO SUGERIDA (CESCON BARRIEU) – NOVO DISPOSITIVO

Art. 26 (...)

(Novo dispositivo)

§ 11º O preço da oferta poderá ser reduzido a qualquer momento, inclusive entre a data do leilão e a data de liquidação da oferta, em decorrência da declaração de dividendos pela companhia objeto aos acionistas objeto da oferta, contanto que tal possibilidade se encontre prevista no instrumento de OPA, considerando-se o preço final pago na liquidação como referencial para as obrigações supervenientes previstas nesta Resolução.

Sendo o que havia para o momento, permanecemos à inteira disposição e reiteramos nossos cumprimentos a essa D. Comissão pela iniciativa e a Minuta proposta.

Atenciosamente,

CESCON, BARRIEU, FLESCH & BARRETO ADVOGADOS