

São Paulo, 07 de março de 2024.

At.: Sr. João Pedro Barroso do Nascimento

Presidente da Comissão de Valores Mobiliários; e

Sr. Antônio Carlos Berwanger

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

Enviado via e-mail: conpublica0523@cvm.gov.br

Ref.: Contribuições ao Edital de Consulta Pública SDM N° 05/23 sobre regulamentação das ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas.

Prezados Senhores,

Veirano Advogados vem, por meio da presente, encaminhar suas sugestões e comentários ao Edital de Consulta Pública SDM n° 05/23 (“Consulta Pública”), divulgado em 6 de dezembro de 2023 pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” ou “Autarquia”), por meio da qual foram submetidas duas minutas de Resoluções relacionadas às ofertas públicas de aquisição (“OPAs”) de ações de companhias abertas.

Em primeiro lugar, parabenizamos esta D. CVM pela proposta de revisão ampla da regulamentação das OPAs, com base na experiência adquirida com a sua aplicação ao longo de mais de 20 anos de aplicação prática da Instrução CVM n° 361, de 5 de março de 2002 (“Instrução CVM 361”), que foi substituída, sem alteração de mérito, pela Resolução CVM n° 85, de 31 de março de 2022 (“Resolução CVM 85”).

As minutas de Resoluções propostas por esta Autarquia apresentam uma estrutura conceitual bastante sólida e coesa, de modo que nossos comentários foram formulados como sugestões de aperfeiçoamento a um novo arcabouço regulatório que trará inegáveis avanços ao regime de OPAs, incorporando discussões de mais de duas décadas e, assim, contribuindo com um procedimento mais simples e célere.

Com o intuito de colaborar com a agenda de evolução normativa e inovação desta CVM, apresentaremos no presente documento alguns comentários e sugestões à Minuta “A” do Edital e ao Anexo B à Minuta “A” (doravante denominada “Minuta”). Estamos de acordo com a alteração pontual na Resolução CVM n° 77, de 29 de março de 2022, promovida pela CVM na Minuta “B” com o objetivo de adequá-la ao arcabouço das OPAs.

Para maior clareza, nossos comentários e sugestões foram estruturados observando a ordem sequencial dos dispositivos previstos na Minuta, acompanhados das nossas motivações, argumentações e exemplos, contando com o auxílio da legenda abaixo:

Legenda	Significado
Vermelho tachado	Trechos a excluir
Azul	Trechos a incluir

Agradecemos a oportunidade de colaborar com esta revisão normativa e colocamo-nos à disposição desta CVM para esclarecer quaisquer dos pontos aqui apresentados. Quaisquer comunicações com relação aos comentários e sugestões formuladas podem ser encaminhadas aos contatos abaixo:

Veirano Advogados

Av. Brigadeiro Faria Lima, 3477, Torre B, 16º andar
Itaim Bibi, CEP 04538-133 - São Paulo, SP

At.: Sr. Lior Pinsky | [REDACTED]

Sr. Vitor Rozenthal [REDACTED]

Sra. Luciana Figueiredo Maffei | [REDACTED]

Sra. Gabriela Deziderio Callari [REDACTED]

Renovamos nossos votos de estima e consideração para com esta D. CVM e seus colaboradores.

Atenciosamente,

Veirano Advogados

SUMÁRIO

MINUTA “A” DO EDITAL.....	4
Qualificadora de Materialidade de Fato Posterior	4
Vedações ao Intermediador Durante o Período da OPA	4
Hipóteses de Necessidade do Laudo de Avaliação em OPA Unificada Lançada por Terceiro	5
Obrigação de Atualização do Laudo de Avaliação	5
Dispensa de Laudo de Avaliação	7
(i) Transação Relevante Anterior	8
(ii) Companhias com Liquidez Relevante	8
(iii) OPA de Permuta	9
Divulgação do Instrumento de OPA.....	9
Obrigação de Aquisição de Ações Remanescentes.....	10
Vedações	10
Requisitos para o Cancelamento de Registro.....	11
Revisão do Preço da OPA	12
Hipóteses de Incidência da OPA por Aumento de Participação	13
Procedimento Alternativo à OPA.....	15
OPA por Alienação de Controle.....	15
Divulgação de Negociações Relevantes Durante o Período da OPA para Aquisição de Controle	16
Registro.....	17
Disposições Finais	18
ANEXO “B” À MINUTA “A”	19
Novas Informações a Serem Incluídas no Edital.....	19

MINUTA “A” DO EDITAL

Qualificadora de Materialidade de Fato Posterior

Sugestões Veirano:

*“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; [...]”*

Propomos a inclusão de qualificadora de materialidade do fato posterior com o advérbio “substancialmente”, em linha com o Art. 67 da Resolução 160/2022,¹ visto que o instrumento da OPA é longo e minucioso e, ao longo do tempo, pode tornar-se incompleto, impreciso ou desatualizado em seções que não são substanciais para a tomada de decisão por parte do investidor.

Vedações ao Intermediador Durante o Período da OPA

Sugestões Veirano:

*“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.”~~*

¹ Art. 67. Havendo, a juízo da CVM, alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando do protocolo do requerimento de registro de oferta pública de distribuição, ou que o fundamentem, a SRE pode: I - deferir requerimento de modificação da oferta; II - reconhecer a ocorrência de modificação da oferta e tomar as providências cabíveis; ou III - caso a situação descrita no caput acarrete aumento relevante dos riscos inerentes à própria oferta, deferir requerimento de revogação da oferta.

Propomos as duas modificações acima indicadas com o intuito de compatibilizar o texto da nova Resolução com as regras previstas na Resolução CVM 160 relativas às ofertas públicas de distribuição.

Hipóteses de Necessidade do Laudo de Avaliação em OPA Unificada Lançada por Terceiro

Sugestões Veirano:

“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.”

Propomos a inclusão da redação acima para explicitar que, para as OPAs para aquisição de controle unificadas com OPA para cancelamento de registro, também não há obrigação de apresentação do laudo de avaliação - seguindo a regra geral para OPAs formuladas por terceiros. Aplica-se aqui o mesmo racional de que o terceiro não terá acesso à administração da companhia objeto nem às informações necessárias para elaboração de laudo com a qualidade necessária para ser útil aos investidores.

A sugestão visa também reduzir a complexidade desta modalidade de OPA unificada e torná-la mais dinâmica, o que é necessário por tratar-se, em essência, de operação de M&A.

Destacamos que, tanto no presente artigo quanto no Art. 36 da Minuta, a dispensa do laudo não deveria impedir acionistas minoritários de solicitar uma segunda avaliação nos termos do Art. 4º-A da Lei das S.A.

Obrigação de Atualização do Laudo de Avaliação

Sugestões Veirano:

“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.”

Sugestão Alternativa:

“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.”

A redação proposta acima visa reestabelecer um limite temporal para a obrigação de revisão do laudo, em linha com as discussões realizadas na Audiência Pública SDM nº 02/10². O receio de excluir este limite temporal seria a criação de um cenário de incerteza em virtude (i) da possibilidade de adiamento da oferta, com destaque para casos em que o “fato posterior” ocorra em data próxima à data agendada para o leilão; ou (ii) em caso de OPAs por “preço justo”, da possibilidade de desistência do ofertante se o laudo divulgado após o registro da OPA apontar um valor superior ao preço da oferta (assumindo que seria este o tratamento conferido pela CVM a este tipo de caso, em linha com nossa sugestão alternativa de alteração ao Art. 9º).

Neste sentido, sugerimos que, caso ocorra fato posterior ao registro da oferta que afete significativamente o valor da companhia objeto, o ofertante deverá enviar notificação à companhia, a ser divulgada como fato relevante, comunicando que o laudo de avaliação pode não mais refletir o valor das ações objeto da oferta.

Em linha com a sugestão acima, propomos a supressão da redação proposta para o §1º deste artigo no caso de divulgação de novas informações contábeis, visto que estas novas informações nem sempre impactam significativamente no valor da companhia (em especial quando não acompanhadas de algum fato relevante),

² “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.”

evitando, assim, a elaboração de comunicação genérica, apenas para cumprimento da regra. Vale notar que esta exclusão nos parece conveniente ainda que a nossa proposta original não seja aceita, pois a redação constante da nova norma estabelece risco de adiamento da OPA ainda que as novas informações contábeis não impactem o preço da oferta, já que o ofertante precisaria de um tempo mínimo razoável para analisar detalhadamente as novas informações e enviar uma justificativa embasada de manutenção do preço para a CVM.

Caso a CVM opte por não acatar a sugestão acima para limitação do prazo para atualização do laudo, propomos, alternativamente, a alteração ao Art. 9º e a inclusão do Art. 21, §5º, indicadas na “sugestão alternativa”, 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.

Dispensa de Laudo de Avaliação

Sugestões Veirano:

“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.”

Propomos ajustes na redação do Art. 22 da Minuta para tornar a norma mais eficiente. Nossos comentários serão endereçados com relação a 3 hipóteses de dispensa: **(i)** transação relevante anterior; **(ii)** companhias com liquidez relevante; e **(iii)** OPA de permuta.

(i) Transação Relevante Anterior

No caso do item **(i)**, sugerimos a alteração da forma de contagem do prazo de 6 meses para dispensa do laudo para contemplar operações com períodos longos entre *signing* e *closing*. Para que esta exceção seja aplicável a mais casos, propomos que o termo inicial seja contado a partir da data do fechamento da transação, quando há a transferência das ações em troca do preço de aquisição e o termo final na data de pedido de registro da OPA (no caso de OPAs sujeitas ao procedimento de registro ordinário).

Além disso, sugerimos a inclusão de 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. Por fim, sugerimos 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 para fins da comparação prevista no inciso I.

(ii) Companhias com Liquidez Relevante

Já no caso do item **(ii)**, sugerimos que o artigo passe a prever 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), alinhado com critério já previsto no Anexo III da Resolução CVM 85. No caso de companhias que tenham ingressado recentemente no mercado, sugerimos que o prazo de contagem seja iniciado na data do IPO. Caso a CVM opte por não acatar a sugestão, propomos que sejam consideradas apenas as cotações de fechamento (excluindo variações intradiárias).

Além disso, não vislumbramos prejuízos em condicionar a aplicação da exceção ao cumprimento do dever de observar as regras de divulgação das informações periódicas, visto que só é exigido laudo em caso de OPAs lançadas pelo controlador, pessoa vinculada ou pela própria companhia (*ver nosso comentário sobre OPAs de fechamento de capital lançadas por terceiros*). No caso de informações eventuais, porém, parece-nos haver o risco de o ofertante não saber se há alguma informação pendente de divulgação pela companhia. Por isso, sugerimos aqui uma qualificadora de “conhecimento”, da mesma forma que já existe na 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 Minuta).

No caso do critério de liquidez, propomos que seja similar ao já utilizado pela B3 no Regulamento do Novo Mercado, de modo que não nos parece necessária a previsão de que as ações sejam negociadas “em todos os pregões”, bastando que o ADTV mínimo seja atingindo.

(iii) OPA de Permuta

Por fim, no caso do item *(iii)*, sugerimos que as exceções do Art. 22, §3º da Minuta também sejam aplicáveis à avaliação da companhia cujos valores mobiliários sejam entregues em permuta, como forma de tornar esta modalidade de OPA mais dinâmica.

Divulgação do Instrumento de OPA

Sugestões Veirano:

“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.”

Propomos a inclusão do §3º para compatibilizar a redação com a Resolução CVM 44, de modo que a publicação do edital de OPA para aquisição de controle possa ser realizada em portal de notícias (da mesma forma que fatos relevantes). Além disso, sugerimos a inclusão do § 4º para prever a dispensa da publicação do edital quando a companhia objeto for uma companhia aberta de menor porte, conforme já previsto no Art. 2º da Resolução CVM 166.

Obrigação de Aquisição de Ações Remanescentes

Sugestões Veirano:

“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 preç o 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.”

Considerando que a aquisição de ações remanescentes fora de ambiente de bolsa implica custos e complexidades para o ofertante, propomos a dispensa desse processo quando o ofertante se comprometer previamente, no Edital, a aprovar o resgate, incluindo medidas corretivas em caso de descumprimento.

Vedações

Sugestões Veirano:

“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 diferenç a entre o preç o da nova OPA e o preç o que eles receberam pela venda de suas ações na OPA anterior, este último acrescido de juros   taxa Selic, ou, caso deixe de ser calculada, outra taxa que venha a substitui-la ~~de preç o atualizada, se houver.~~”

Propomos a compatibilização da redação deste dispositivo com a do Art. 29 da Minuta, deixando claro que também no caso do Art. 32 o valor a ser pago é o preç o da nova OPA menos o preç o corrigido da OPA anterior. Busca-se evitar ambiguidade que pode ser notada na redação original, que permite a interpretação de que os juros

incidiriam sobre a diferença de preço e não sobre o valor da primeira OPA para fins de comparação.

Questionamos também se seria o caso de a CVM 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, na mesma linha de posicionamentos passados.³

Requisitos para o Cancelamento de Registro

Sugestões Veirano:

“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.”

Para este artigo, temos 2 propostas principais: (i) inversão simples de quórum para companhias com *free float* menor que 5%; e (ii) inclusão das ações do controlador e de pessoas a ele vinculadas na definição de “ações em circulação” em OPA para cancelamento de registro formulada por terceiro.

³ 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.”

Com relação ao item (i), para simplificar o processo de cancelamento de registro de companhias com menos de 5% de ações em circulação, 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 acionistas representando 50% do total de ações em circulação (e não à aprovação de acionistas representando 50% das ações elegíveis). Caso acatada esta sugestão, o Art. 35, §1º, da Minuta perde o objeto.

Com relação ao item (ii), considerando as propostas da CVM sobre: (x) a possibilidade de OPA para cancelamento de registro ser lançada por um terceiro, quando combinada com uma OPA de aquisição de controle; e (y) a possibilidade de “alienação de controle” por meio de uma OPA de aquisição de controle; entendemos ser importante endereçar o novo cenário que se criou em que o acionista controlador pode vir a ser um destinatário da oferta de cancelamento de registro, nas mesmas condições que os acionistas minoritários. Neste caso, os interesses do acionista controlador e dos acionistas minoritários estariam inteiramente alinhados, na medida em que todos são destinatários de uma oferta realizada por uma pessoa desvinculada, com a opção de vender suas ações nos mesmos termos e condições.

Quando não há desalinhamento de interesses ou benefício particular para o controlador, não nos parece ser 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.

Tendo isso em vista, sugerimos a inserção do § 6º, na forma indicada 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. Note-se que esta interpretação não nos parece incompatível com o disposto no Art. 4º, §2º, da Lei das S.A., porque o cancelamento de registro é condicionado à aquisição de controle pelo terceiro (e, portanto, à alienação de controle pelo antigo controlador da companhia).

Revisão do Preço da OPA

Sugestões Veirano:

“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 ~~a divulgação de 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.”

Propomos as seguintes modificações ao dispositivo proposto pela CVM: (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

Sugestões Veirano:

“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.”

Sugestão Alternativa:

“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.”

Com relação a este dispositivo, concordamos inteiramente com a necessidade de alteração na metodologia de cálculo do limite de ações em circulação que podem ser adquiridas pelo acionista controlador sem disparar uma OPA por aumento de participação, em vista da complexidade da fórmula derivada da Resolução 85.

Entendemos, ainda, que a ideia de se propor um “float mínimo” único de 15% para todas as companhias é extremamente positiva.

No entanto, considerando que o limite de 15% 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 a finalidade de conciliar os direitos do controlador de adquirir participação adicional em sua investida com a proteção da liquidez dos acionistas minoritários, e para evitar a aplicação de uma norma complexa em casos não fundamentais, propomos que: **(i)** seja mantido o limite de 1/3 previsto na norma atual em substituição ao limite de 1/6 proposto pela CVM, pois entendemos ser uma redução excessiva do número de ações em circulação que pode ser adquirido pelo controlador ou pessoa a ele vinculada; e **(ii)** o limite de 1/3 somente seja aplicável a transações realizadas fora do ambiente de bolsa de valores, que nos parece ser o único tipo de redução “repentina” de liquidez com relação à qual os investidores não estão adequadamente protegidos pela regra geral.

Alternativamente, caso a CVM opte por não acatar a sugestão do item **(ii)** sobre operações realizadas fora do ambiente de bolsa, propomos somente o aumento do limite de 1/6 para 1/3, conforme previsto acima.

Sugestões Veirano:

“[...]”

§ 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.”

Propomos que a mesma regra aplicável à aquisição de ações em circulação por meio de OPA seja aplicada no caso de aquisição das ações em circulação remanescentes na forma do Art. 30 da Minuta, para evitar que a realização de uma OPA gere a obrigação de lançamento de uma segunda oferta. 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

Sugestões Veirano:

*“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.”~~*

Propomos que o prazo para alienação do excesso de participação do controlador ou pessoa vinculada seja mantido em 3 meses, como já previsto na Resolução CVM 85, considerando que: (i) este prazo seria importante para o controlador desfazer-se da participação excedente (especialmente em companhias com baixa liquidez); e (ii) a existência de prazos distintos pode gerar complexidades desnecessárias (e.g., se ambos os *triggers* forem disparados simultaneamente).

OPA por Alienação de Controle

Sugestões Veirano:

“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.”

Para este dispositivo, propomos duas modificações: (i) o esclarecimento de que o preço do *tag along* deve ser baseado no preço direta ou indiretamente pago pelas ações do controlador (e não em qualquer contraprestação); e (ii) a criação de um “período de cura” antes que a operação seja desfeita nos moldes dos §§ 3º e 4º do Art. 48, dando oportunidade para solução de descumprimentos sanáveis.

Divulgação de Negociações Relevantes Durante o Período da OPA para Aquisição de Controle

Sugestões Veirano:

“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.”

Propomos os ajustes acima indicados para adequar a redação deste artigo à Resolução CVM 44, com destaque para o Art. 12, §§ 4º e 6º da referida Resolução⁴.

Registro

Sugestões Veirano:

“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.”

Com relação ao rito de registro ordinário, propomos o seguinte: **(i)** que a redação do dispositivo seja alterada, substituindo o termo “voluntárias” por “facultativas” no inciso II do Art. 66, em linha com a mudança de nomenclatura trazida na nova norma; **(ii)** a exclusão das OPAs de permuta mistas do rito de registro ordinário quando houver dispensa de laudo de avaliação, pois entendemos que, neste caso, o procedimento de registro ordinário deveria ser dispensável (da mesma forma que já o é para OPAs de permuta com pagamento em dinheiro); **(iii)** a inclusão de redação para prever 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, para endereçar, em especial, o caso das OPAs unificadas de tag along e cancelamento de registro, em que o laudo de avaliação em geral não é finalizado no prazo máximo para registro - note-se que isso é particularmente relevante na medida em que a nova norma prevê agora consequências graves para o atraso no protocolo de

⁴ § 4º A comunicação a que se refere o caput deve ser feita imediatamente após ser alcançada a participação referida no § 1º.

§ 6º 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.

OPAs de tag along; e (iv) 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, seguindo-se como paradigma as regras da OPA para aquisição de controle.

Destacamos, nesta oportunidade, o item (iv) acima, o qual sugerimos tendo em vista a sensibilidade das OPAs para aquisição de controle, que apenas são úteis se forem dinâmicas e rápidas. Além disso, consideramos nesta proposta o fato de a CVM já estar realizando procedimento análogo ao sugerido, ao permitir que a OPA para alienação de controle (sujeita ao rito de registro ordinário) seja suprida pela OPA para aquisição de controle com extensão de preço aos minoritários, operação que seria, em essência, OPA unificada para aquisição de controle e por alienação de controle sujeita ao rito de registro automático.

Sugestões Veirano:

“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.

Já com relação ao rito de registro automático, propomos que terceiros sejam desobrigados de apresentar a relação nominal dos acionistas da companhia objeto, visto que terceiros não terão acesso a este documento na data de lançamento da OPA.

Disposições Finais

Sugestões Veirano:

“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.”~~

Propomos a supressão do § 2º deste artigo, visto que ele replica os termos do Art. 45, § 3º da norma proposta, que é aplicável a todas as companhias.

ANEXO “B” À MINUTA “A”

Novas Informações a Serem Incluídas no Edital

Sugestões Veirano:

“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.”~~

Entendemos que a divulgação de informação acerca de tributos no Edital pode ser complexa, uma vez que há (e pode haver) dúvidas sobre o tratamento fiscal da OPA. Além disso, não são incomuns alterações de entendimentos pelas autoridades fiscais com efeitos para transações realizadas no passado. Consideramos que cabe a cada acionista analisar a matéria e discuti-la com seus contadores e advogados, não sendo razoável atribuir este ônus ao ofertante e à instituição intermediária. Além do mais, o tratamento tributário da OPA pode ser diferente a depender da situação individual de cada acionista, e a inserção de informações genéricas sobre o tema no Edital pode inclusive levar os acionistas à errônea percepção de uma análise individual de seu próprio caso é desnecessária.

Por fim, notamos que a norma não se limita a questões fiscais brasileiras. Caso a CVM não concorde com a exclusão, sugerimos que a redação seja alterada para prever que se está tratando apenas dos efeitos fiscais no Brasil.