

Rio de Janeiro, 07 de março de 2024

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Rua: Sete de Setembro, 111, 23º andar

CEP 20050-901 – Rio de Janeiro – RJ

Ref.: Contribuição à Audiência Pública SDM Nº 05/2023 – Regulamentação das ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas

Prezados Senhores,

1. O escritório de advocacia Vieira, Rezende e Guerreiro Advogados vem, em referência ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/2023 (“Edital”), submeter à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) seus comentários à minuta de Resolução (“Minuta”) que tem como objeto as regras específicas sobre ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas.

**(a) OPA para Aquisição de Controle**

*(i) Aquisição de Ações Quando o Ofertante Não Alcança o Controle Majoritário*

2. O art. 52 parágrafo único da Minuta A contém a previsão que o ofertante pode, na OPA para aquisição de controle que tenha por objeto a totalidade das ações com direito a voto, adquirir ações ainda que a OPA não obtenha sucesso, devendo tal opção ser prevista no instrumento da OPA e, ainda, comprometer-se em adquirir as ações com direito a voto remanescentes após a OPA:

*“Art. 52. A OPA para aquisição de controle que tenha por objeto a totalidade das ações com direito a voto somente é considerada bem-sucedida caso ocorra aceitação por todos os titulares das ações capazes de, somadas às ações do ofertante, de pessoas a ele vinculadas, e que com ele atuem em conjunto, assegurar o controle da companhia.*

*Parágrafo único. Caso a OPA para aquisição de controle a que se refere o caput não tenha sucesso, **ainda assim é permitido** ao ofertante adquirir ações por meio da OPA desde que sejam*

*observadas as seguintes condições:*

*I – essa possibilidade esteja prevista no instrumento de OPA; e*

*II – **qualquer que seja a quantidade de ações com direito a voto adquiridas na OPA**, o ofertante se obrigue a adquirir as ações com direito a voto remanescentes após a realização da OPA, observando os procedimentos previstos nos §§ 2º a 4º do art. 30.” (Grifos nossos)*

3. A CVM alega que tal conceito se justifica diante da perspectiva de que o ofertante poderá se tornar um novo acionista com posição relevante, podendo ser capaz de influir decisivamente na condução de negócios sociais e de prevalecer em assembleias gerais, ainda que a princípio não alcance a participação acionária suficiente para exercer o controle acionário.

4. Nesse contexto, *“os acionistas destinatários da oferta podem se ver compelidos a aceita-la, mesmo discordando do preço oferecido. A possibilidade de venda posterior das ações ao ofertante mitiga essa pressão sobre os destinatários da oferta, assim como ocorre nas OPA para aquisições de controle que sejam bem-sucedidas”.*

5. Compreende-se que isso pode desencorajar o acionista interessado em adquirir o controle majoritário da Companhia (ou seja, 50% +1), pois ele teria potencialmente o poder de controlar a empresa com uma participação acionária menor, sem efetuar o investimento financeiro correspondente. Isso poderia resultar na redução da salvaguarda dos acionistas minoritários.

6. Para fins de comparação, gostaríamos de trazer o benchmark internacional do *Takeover Code* inglês – que regula o tratamento equânime entre os acionistas minoritários no mercado de controle societário. No âmbito de uma oferta pública de aquisição de controle, o ofertante não poderá adquirir ações votantes que fiquem dentro do intervalo de 30% (referencial adotado pela lei inglesa para configuração de controle na prática) e 50% das ações com direito a voto.

7. A regra inglesa estabelece que se uma pessoa se tornar titular de ações que representem 30% ou mais dos direitos de voto de uma companhia, será obrigada a fazer uma oferta pelo preço mais alto pago pelo ofertante nos 12 meses anteriores ao anúncio da oferta. A motivação para essa regra é o entendimento de que uma participação de 30% ou mais, embora não conceda controle legal, dá ao detentor controle efetivo sobre os assuntos da companhia.

8. Ou seja, o sistema inglês considera irrazoável que a companhia objeto do investimento dos acionistas tenha seu gerenciamento e estratégia alterados,

potencialmente para um cenário menos atraente para os acionistas (e o mercado) do que antes, sem que isso gere a oportunidade de os acionistas venderem suas ações. Logo tal cenário deveria ser interpretado como uma mudança de controle e os acionistas remanescentes deveriam ter a oportunidade de vender suas ações.

9. Vejamos o disposto no Takeover Code sobre o tema:

*“9.1. (b) Any person, together with persons acting in concert with that person, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with that person, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which that person is interested, such person shall extend offers, on the basis set out in Rule 9.3 and Rule 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases.*

*(...)*

*36.4 OFFER FOR BETWEEN 30% AND 50%*

*When an offer is made which could result in the offeror and persons acting in concert with it being interested in shares carrying not less than 30% but not holding shares carrying more than 50% of the voting rights of a company, the precise number of shares offered for must be stated and the offer may not be declared unconditional as to acceptances unless acceptances are received for not less than that number.*

*36.5 OFFER FOR 30% OR MORE REQUIRES 50% APPROVAL*

*Any offer which could result in the offeror and persons acting in concert with it being interested in shares carrying 30% or more of the voting rights of a company must be conditional, not only on the specified number of acceptances being received, but also on approval of the offer, normally signified by means of a separate box on the form of acceptance, being given in respect of over 50% of the voting rights held by shareholders who are independent of the offeror and persons acting in concert with it. This requirement may on occasion be waived if over 50% of*

*the voting rights of the offeree company are held by one shareholder.”*

10. Diante desse cenário, à luz do disposto na regulação inglesa, recomenda-se alterar o art. 52 da Minuta A a fim de impossibilitar a realização de uma oferta pública para aquisição de controle que não alcance o percentual de 50%+1, isto é, uma oferta pública que não tenha sucesso.

**(b) Definições**

*(i) Definição de “Pessoa Vinculada”*

11. Conforme disposto no art. 2º, XIV e §4º da Minuta A, o conceito de “pessoa vinculada” foi alterado para compreender parentesco e, além disso, foram incluídos dispositivos para abarcar o gestor de recursos em relação aos fundos de investimento por ele geridos nos quais exerça administração discricionária da carteira, e o inventariante, administrador judicial ou equivalente, no caso de universalidade de direitos:

*“XIV – pessoa vinculada: a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos que atue em conjunto ou representando interesse de outra pessoa, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos, observado o § 4º;*

*(...)*

*§ 4º Presume-se agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos:*

*I – seu cônjuge, companheiro, ascendente, descendente ou colateral até o 2º grau;*

*II – seu controlador, direto ou indireto, ou quem seja por ela controlado ou esteja com ela submetido a controle comum;*

*III – quem tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou da companhia objeto, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário da companhia objeto, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle;*

*IV – o gestor de recursos em relação aos fundos de investimento por ele geridos nos quais exerça administração discricionária da carteira; e*

*V – o inventariante, administrador judicial ou equivalente, em relação à universalidade de direitos.”*

12. O Takeover Code inglês adota uma definição mais ampla, compreendendo pessoas ou grupo de pessoas que atuem com o objetivo de tomar o controle da companhia, sendo tal relação formalizada através de contrato específico ou qualquer forma de entendimento:

*“Acting in concert*

*This definition has particular relevance to mandatory offers and further guidance with regard to behaviour which constitutes acting in concert is given in the Notes on Rule 9.1.*

***Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal), co-operate to obtain or consolidate control (as defined below) of a company or to frustrate the successful outcome of an offer for a company. A person and each of its affiliated persons will be deemed to be acting in concert all with each other (see Note 2 below). Without prejudice to the general application of this definition, the following persons will be presumed to be persons acting in concert with other persons in the same category unless the contrary is established:***

*(1) a company, its parent, subsidiaries and fellow subsidiaries, and their associated companies, and companies of which such companies are associated companies, all with each other (for this purpose ownership or control of 20% or more of the equity share capital of a company is regarded as the test of associated company status);*

*(2) a company with its directors (together with their close relatives and the related trusts of any of them);*

*(3) a company with any of its pension schemes and the pension schemes of any company described in (1);*

*(4) a fund manager (including an exempt fund manager) with any investment company, unit trust or other person whose investments such fund manager manages on a discretionary basis, in respect of the relevant investment accounts;*

*(5) a person, the person’s close relatives, and the related trusts of any of them, all with each other;*

*(6) the close relatives of a founder of a company to which the Code applies, their close relatives, and the related trusts of any of them, all with each other;*

*(7) a connected adviser with its client and, if its client is acting in concert with an offeror or the offeree company, with that*

*offeror or offeree company respectively, in each case in respect of the interests in shares of that adviser and persons controlling#, controlled by or under the same control as that adviser (except in the capacity of an exempt fund manager or an exempt principal trader);*

*(8) directors of a company which is subject to an offer or where the directors have reason to believe a bona fide offer for their company may be imminent. (See also Note 5); and*

*(9) shareholders in a private company who sell their shares in that company in consideration for the issue of new shares in a company to which the Code applies, or who, following the re-registration of that company as a public company in connection with an initial public offering or otherwise, become shareholders in a company to which the Code applies” (grifo nosso).*

13. Sugere-se, assim, ampliar a definição de “parte vinculada” disposta no art. 2º, XIV e §4º da Minuta A em linha com o previsto no Takeover Code, isto é, uma definição mais ampla a fim de gerar uma maior proteção para os acionistas minoritários e para o mercado.

(ii) Definições de “Ações em Circulação” e de “Interest in Securities”

14. Conforme disposto no art. 2º, II da Minuta A, o conceito de “ações em circulação” compreende:

*“II – ações em circulação: todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria;”*

15. *A contrario sensu*, qualquer outra ação que não se enquadre no conceito acima não será computada como ação em circulação. Tal definição por conseguinte impacta diferentes partes no âmbito da OPA, incluindo controlador, ofertante e terceiros (por exemplo para definição das restrições aplicáveis a aquisição de ações e até mesmo do sucesso ou não da oferta).

16. Nesse contexto, novamente sugerimos aproveitar o benchmark do Takeover Code, que define “*Interest in Securities*” como:

*This definition and its Notes apply equally to references to interests in shares and interests in relevant securities.*

*A person who has long economic exposure, whether absolute or conditional, to changes in the price of securities will be treated as interested in those securities. A person who only has a short position in securities will not be treated as interested in those securities.*

*Notwithstanding the above, a person will be treated as having an interest in securities if the person:*

*(1) owns them;*

*(2) has the right (whether conditional or absolute) to exercise or direct the exercise of the [voting rights](#) attaching to them or has general control of them, including as a [fund manager](#) (see [Note 11](#));*

*(3) by virtue of any agreement to purchase, option or [derivative](#):*

*(a) has the right or option to acquire them or call for their delivery; or*

*(b) is under an obligation to take delivery of them, whether the right, option or obligation is conditional or absolute and whether it is in the money or otherwise; or*

*(4) is party to any [derivative](#):*

*(a) whose value is determined by reference to their price; and*

*(b) which results, or may result, in the person having a long position in them; and*

*(5) in the case of [Rule 5](#) only, has received an [irrevocable commitment](#) in respect of them.*

17. Desta forma, recomenda-se refletir o conceito de “Interest in Securities” previsto no Takeover Code, a fim de prevenir casos de abuso de forma e proteger os acionistas minoritários.

### **(c) OPA 30**

18. Perante o panorama de capital disperso no mercado de capitais brasileiro, surgiram situações em que acionistas passaram a exercer efetivamente o controle, ou exercer uma influência bastante significativa, na companhia, mesmo não detendo 50% + 1 das ações com direito a voto.

19. Nesse contexto, vale revisitar o benchmark do Takeover Code inglês, que

criou a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição para qualquer acionista ou grupo de acionistas que alcance o percentual de 30% das ações votantes da companhia:

*“Rule 9*

*Acting in concert requires the co-operation of two or more parties. When a party has acquired an interest in shares without the knowledge of other persons with whom he subsequently comes together to co-operate as a group to obtain or consolidate control of a company, and the shares in which they are interested at the time of coming together carry 30% or more of the voting rights in that company, the Panel will not normally require a general offer to be made under this Rule. Such parties having once come together, however, the provisions of the Rule will apply so that:*

*(a) if the shares in which they are interested together carry less than 30% of the voting rights in that company, an obligation to make an offer will arise if any member of that group acquires an interest in any further shares so that the shares in which they are interested together carry 30% or more of such voting rights; or”*

20. A obrigatoriedade de realizar uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) quando um acionista alcança 30% da totalidade das ações votantes de uma companhia foi a medida definida no Takeover Code inglês para garantir tratamento justo e equânime entre todos os acionistas em situações de mudança de controle ou de influência significativa em uma empresa. Essa regra reflete a preocupação com o equilíbrio de poder dentro das companhias e busca proteger os interesses dos acionistas minoritários frente às ações de acionistas majoritários ou de grupos de acionistas que, ao acumularem uma porção significativa das ações, possam começar a exercer uma influência desproporcional sobre as decisões da companhia, conforme racional explicado no trecho a seguir.

*“The reason for this rule is that the Panel believes that a holding of 30 per cent or more, although not giving legal control, gives the holder effective control over the affairs of the company. The Panel considers it is unfair that shareholders should find they have become shareholders in a business that may have different management and objectives and may be less attractive to the shareholders (and the market) than previously*



*without having the chance to sell their shares. Accordingly, the Panel's view is that this should be treated as a change of control and that the remaining shareholders should be given the opportunity to sell their shares. Again, the underlying objective is to achieve equal treatment for all shareholders. It is also a requirement of the EU Takeover Directive that member states have a mandatory offer rule when control passes."*<sup>1</sup>.

21. No contexto brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regula as ofertas públicas de aquisição de ações com o objetivo de assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, proteger os acionistas contra atos ilegais de administradores e acionistas majoritários, e evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação no mercado. A legislação brasileira, especificamente a Lei das S.A. (Lei nº 6.404/1976) e a Lei do Mercado de Capitais (Lei nº 6.385/1976), bem como as instruções normativas emitidas pela CVM, estabelecem regras para as OPAs, mas não adotam especificamente o mesmo limiar de 30% utilizado pelo Takeover Code inglês para a obrigatoriedade de lançamento de uma OPA.

22. A adoção de uma regra semelhante no Brasil pode trazer impactos positivos significativos para o nosso mercado de capitais como um todo, dado que aumenta a proteção aos acionistas minoritários, garantindo-lhes uma saída justa em momentos de consolidação de controle/influência.

Rio de Janeiro, 07 de março de 2024

Atenciosamente,  
Vieira Rezende Advogados

---

<sup>1</sup> Gibson Dunn, The City Code on Takeovers and Mergers - An Introduction. 2013. Disponível em <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/documents/publications/CityCodeOnTakeovers-AnUpdate-June2013.pdf> . Acesso em 04 de março de 2024.