



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.008764/2021-13

Reg. Col. nº 2617/22

Assunto: Recurso contra decisão da SRE que concluiu pela não obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação na Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia – Coelba

Relator: Diretora Flávia Perlingeiro

Voto: Presidente João Pedro Nascimento

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO

1. Trata-se de recurso¹ (“Recurso”) protocolado por Argucia Income Fundo de Investimento em Ações, Argucia Quark Fundo de Investimento Multimercado, Sparta Fundo de Investimento em Ações – BDR Nível I, Argucia Endowment Fundo de Investimento Multimercado, Dust Fundo de Investimento em Ações – BDR Nível I e Electra Fundo de Investimento em Ações (em conjunto, “Recorrentes”), na qualidade de acionistas da Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia (“Coelba”), contra o entendimento da SRE² manifestado no Ofício nº 192/2022/CVM/SRE/GER-1.

2. O Recurso questiona a necessidade de realização de Oferta Pública de Aquisição de Ações (“OPA”) por Aumento de Participação, nos termos do §6º do art. 4º da Lei nº

¹ Doc. nº 1506712.

² Faremos referência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários como “SRE”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

6.404/1976 (“LSA”) e do art. 26 da Instrução CVM nº 361/2002³ (“OPA por Aumento de Participação”), vigente à época dos fatos, em decorrência da aquisição pela Neoenergia S.A. (“Neoenergia”) da participação societária anteriormente detida pela Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“Previ”) na Coelba (“Operação”).

3. Em sua análise, a SRE concluiu que o presente caso não enseja a obrigatoriedade de realização pela Neoenergia de OPA por Aumento de Participação, em razão do aumento de sua participação societária na Coelba⁴.

4. De acordo com o entendimento da SRE: **(i)** a contratação da aquisição da participação societária detida pela Previ na Coelba pela Neoenergia ocorreu quando a Previ ainda era co-controladora da Neoenergia; e **(ii)** devido ao momento em que a aquisição foi contratada, essas ações deveriam ser consideradas fora de circulação.

5. Além da presente consulta, a questão também foi tratada no âmbito do Processo CVM nº 19957.004760/2021-58, originado por uma consulta sigilosa da própria Neoenergia, em **07.06.2021**, antes da formalização da Operação (“Consulta Neoenergia”)⁵.

6. No âmbito da Consulta Neoenergia, a SRE divulgou em **28.04.2022** o Parecer Técnico nº 11/2022/CVM/ SRE/GER-1, no qual concluiu que a Operação não ensejaria a realização de OPA por Aumento de Participação⁶.

³ Para todos os fins e efeitos do presente voto, “ICVM 361” significa a Instrução CVM nº 361/2002. Esclareça-se que a ICVM 361 foi substituída pela Resolução CVM nº 85, de 31 de março de 2022 (“Resolução CVM nº 85/2022”).

⁴ Doc. nº 1488730.

⁵ A consulta originada pela SRE foi tratada de maneira sigilosa “*de forma a evitar possíveis oscilações com as ações da Companhia e visando a defesa de seu interesse social*”. (Doc nº1488623, §8º)

⁶ Doc. nº 1522058, §60.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

7. Em **28.03.2023**, a Diretora Relatora Flávia Perlingeiro apresentou seu relatório e seu voto, no qual concluiu pelo provimento do presente Recurso, entendendo pela necessidade de realização da OPA por Aumento de Participação⁷.
8. Começo elogiando o trabalho realizado pela Diretora Relatora, que se dedicou a analisar o caso em tela com rigor técnico e conceitual. Todavia, divirjo do entendimento da Diretora Relatora acerca do momento em que ocorreu a aquisição das ações da Coelba.
9. Em razão desta divergência, entendo que: **(i) as ações objeto da referida aquisição estavam “fora de circulação”; e (ii) não há obrigatoriedade de realização de OPA por Aumento de Participação no caso em tela.**

II. HISTÓRICO

10. Retomo brevemente o histórico do caso⁸:
- (i) Em **05.10.2005**, foi celebrado o acordo de acionista entre a Iberdrola Energia S.A. (“Iberdrola”), Previ, BB Banco de Investimentos S.A. (“BB-BI”) por meio do qual exerciam o controle da Neoenergia e regulavam também o exercício de poder de controle indireto nas

⁷ De acordo com o voto da Diretora Relatora: “(i) o sujeito passivo da obrigação de fazer consubstanciada na Cláusula 15.5 do Acordo de Acionistas era a Iberdrola, e não a Neoenergia; (ii) a Neoenergia não era titular do direito de aquisição de forma direta e autônoma; (iii) as ações seriam transacionadas em momento futuro, sem que se pudesse descartar o risco de que a Iberdrola não mais fosse acionista controladora da Neoenergia; (iv) não havia disposição acerca de restrição ou vedação de negociação das ações pela Previ; e (v) no momento da celebração do acordo ainda não se tinha visibilidade em relação à quantidade de ações que poderiam ser objeto da proposta firme de compra, entendendo que o fato gerador da norma de incidência da OPA por aumento de participação é a efetiva aquisição da participação da Previ na Coelba, ocorrida com a consumação da Operação, ou seja, em 16.09.2021 (e não quando da celebração do Acordo de Acionistas).” (Doc.1749329).

⁸ Para maiores detalhes, veja-se a íntegra dos fatos no Relatório da Dir. Rel. Flávia Perlingeiro (Processo Administrativo CVM nº 19957.008764/2021-13), tal como disponibilizado em 28.03.2023 (Doc. 1749327).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

controladas da Neoenergia, dentre as quais, a Coelba (“Acordo de Acionistas Original”);

- (ii) Em **07.06.2017**, a Iberdrola, a Previ e o BB-BI celebraram um novo acordo de acionista, que revogou o Acordo de Acionista Original⁹, devido a um processo de reestruturação societária do grupo Neoenergia, incluindo a incorporação da Elektro Holding S.A (“Acordo de Acionistas”);
- (iii) Após a incorporação da Elektro Holding S.A pela Neoenergia em **24.08.2017**¹⁰, a Iberdrola passou a exercer individualmente o controle da Neoenergia. A Previ e o BB-BI ainda preservaram seus direitos de governança e de liquidez e continuaram a exercer influência sobre a administração da Neoenergia e das suas controladas; e
- (iv) Dentre alguns direitos políticos e direitos de liquidez para a Previ, o Acordo de Acionista prevê a obrigação de a Neoenergia ofertar à Previ a aquisição das suas participações nas suas controladas, cf. redação de sua Cláusula 15.5¹¹ (“Ações Objeto da Operação”).

⁹ Doc. 1373833.

¹⁰ Cf. celebração do Termo de Eficácia e Vigência do Acordo de Acionistas (Doc. 1373833).

¹¹ “De acordo com a Cláusula 15.5 do Acordo de Acionistas - “No prazo de 360 (trezentos e sessenta) dias, após a OFERTA PÚBLICA INICIAL, o ACIONISTA ESTRATÉGICO deverá fazer com que a COMPANHIA envie à PREVI proposta firme para a aquisição das participações societárias minoritárias detidas por PREVI nas CONTROLADAS da COMPANHIA. 15.5.1 - Caso a PREVI não esteja de acordo com o preço ofertado pela COMPANHIA, deverá apresentar à COMPANHIA, no prazo de 30 (trinta) dias, a contar do recebimento da proposta firme, contraproposta respaldada em avaliação realizada por i) qualquer instituição financeira que possua área especializada, com experiência comprovada, em avaliações de empresas ou ii) consultoria especializada com experiência comprovada na emissão de laudo de avaliação de empresas ou ativos no setor elétrico brasileiro (“CONTRAPROPOSTA PREVI”). 15.5.2 Caso a COMPANHIA não esteja de acordo com o preço indicado na CONTRAPROPOSTA PREVI, deverá apresentar, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do recebimento da CONTRAPROPOSTA PREVI, avaliação preparada por i) qualquer instituição financeira que possua área especializada, com experiência



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

III. CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS

11. As Ofertas Públicas de Aquisição de Ações (“OPA”) são, em geral, ofertas nas quais um proponente (*ofertante*) manifesta o seu compromisso de adquirir de acionistas (*ofertados*) ações de emissão de uma determinada companhia aberta (a *companhia-alvo*), tendo por objetivo a aquisição de uma quantidade específica de ações, seguindo preço, prazo, forma de pagamento e outros termos e condições especificados no contexto da oferta.

12. As OPAs são as ofertas públicas efetuadas fora de mercados organizados de valores mobiliários, que visam à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante (conforme art. 2º, §3º, da Resolução CVM nº 85/2022).

13. As OPAs podem assumir diferentes modalidades, sendo que, a depender dos objetivos pretendidos, cada OPA terá os seus próprios aspectos essenciais, que incluirão a definição dos respectivos ofertantes, ofertados e companhia-alvo em cada caso.

14. O art. 2º da Resolução CVM nº 85/2022 dispõe sobre as modalidades de OPA existentes no Brasil, quais sejam: (i) OPA para cancelamento de registro¹²; (ii) OPA por

comprovada, em avaliações de empresas ou ii) consultoria especializada com experiência comprovada na emissão de laudo de avaliação de empresas ou ativos no setor elétrico brasileiro. Neste caso, o preço final deverá equivaler à média aritmética entre: (i) a média aritmética do preço da oferta da COMPANHIA e do preço da CONTRAPROPOSTA PREVI; e (ii) o preço indicado pelo segundo avaliador nos termos desta subcláusula 15.5.2.15.5.3 A PREVI deverá vender, e o ACIONISTA ESTRATÉGICO deverá fazer com que a COMPANHIA adquira, as participações societárias minoritárias em questão no prazo de 30 dias a contar da aceitação da proposta pela PREVI, da aceitação da contra-proposta pela COMPANHIA ou da divulgação do preço indicado pelo segundo avaliador, conforme aplicável.”

¹² OPA para cancelamento de registro: é a OPA obrigatória, realizada como condição do cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, por força do § 4º do art. 4º da Lei nº 6.404/1976 e do § 6º do art. 21 da Lei nº 6.385/1976.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

aumento de participação¹³; **(iii)** OPA por alienação de controle¹⁴; **(iv)** OPA voluntária¹⁵; **(v)** OPA para aquisição de controle de companhia aberta¹⁶; e **(vi)** OPA concorrente¹⁷.

15. O caso em tela trata especificamente de análise quanto à exigibilidade ou não de realização de OPA por Aumento de Participação, que é uma das modalidades de OPA obrigatória previstas na regulação da CVM.

16. Em conceito, a OPA por Aumento de Participação deve ser realizada em situações específicas nas quais a participação do acionista controlador no capital social de determinada companhia aberta tenha sido aumentada para além de determinados limites, que sejam capazes de impedir e/ou de retirar a liquidez das demais ações remanescentes em circulação no mercado¹⁸.

17. A esse respeito, o artigo 4º, §6º da LSA prevê que:

¹³ OPA por aumento de participação: é a OPA obrigatória, realizada em consequência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta, por força do § 6º do art. 4º da Lei nº 6.404/1976.

¹⁴ OPA por alienação de controle: é a OPA obrigatória, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei nº 6.404/1976;

¹⁵ OPA voluntária: é a OPA que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Resolução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores

¹⁶ OPA para aquisição de controle de companhia aberta: é a OPA voluntária de que trata o art. 257 da Lei nº 6.404/1976.

¹⁷ OPA concorrente: é a OPA formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro cujo edital já tenha sido divulgado, nos termos do art. 14.

¹⁸ “Na hipótese de a aquisição gradual ser realizada por acionista controlador, este estará obrigado a realizar a chamada oferta pública por aumento de participação, que constitui modalidade de oferta pública obrigatória, realizada em consequência de aumento de participação do acionista controlador no capital social da companhia aberta, nos termos do artigo 4º, §6º da Lei n. 6.404/76 e do artigo 2º da Instrução CVM n. 361/02” (NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª Edição (Revista, Ampliada e Atualizada). São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 78:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Artigo 4º (...) §6º. LSA. O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do §4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.

18. Significa dizer que — ao adquirir e elevar a sua participação, direta ou indireta, no capital social de sua controlada, em limites que impeçam e/ou retirem a liquidez das ações de tal companhia-alvo — o acionista controlador estará obrigado a realizar OPA por Aumento de Participação. Em tal hipótese, a OPA deve ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas pela perda de liquidez¹⁹.

19. A CVM estabelece, por meio do §2º do art. 13 da Resolução CVM nº 85/2022, que o limite de ações a ser preservado em circulação é de 2/3 (dois terços) do total das **ações em circulação** (“Limite de Liquidez”).

20. Sendo assim, presumir-se-á que o Limite de Liquidez foi ultrapassado sempre que ocorrerem aquisições de ações em quantidades iguais ou superiores a 1/3 (um terço) do total das **ações em circulação**. Caso o ofertante seja o **acionista controlador**, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, tal ofertante estará obrigado a realizar OPA por Aumento de Participação.

¹⁹ Em observância ao princípio da generalidade da oferta (*all holders rule*).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

21. A obrigatoriedade de realização de OPA por Aumento de Participação tem por objetivo evitar o chamado “*fechamento branco de capital*”²⁰, que é verificado quando — em decorrência de aquisições feitas pelo acionista controlador (ou por pessoa a ele vinculada de alguma forma) — a liquidez das **ações em circulação** no mercado é reduzida, em prejuízo dos acionistas minoritários, que ficam sem opções de potenciais compradores e acabam tendo que se submeter a eventual aquisição pelo próprio acionista controlador.

22. Luiz Leonardo Cantidiano deixou lições eternas no sentido de que:

*[...] como resultado do estreitamento da liquidez, as cotações das ações se deprimem, dificultando a realização de eventual alienação pretendida pelo minoritário, até mesmo pela inexistência de compradores, que não se sentem estimulados a investir suas poupanças na aquisição de ações que não dispõem de suficiente liquidez.*²¹

23. Presume-se que a redução da liquidez das **ações em circulação** permitirá que o acionista controlador tenha o poder econômico de determinar o preço e os demais termos e condições em que as ações de sua controlada serão negociadas no mercado secundário.

²⁰ Nelson Eizirik ensina que: “A expressão ‘*fechamento branco de capital*’ é utilizada na prática do mercado para designar os casos em que o acionista controlador adquire, paulatinamente, as ações em circulação no mercado emitidas pela companhia que controla, sem, no entanto, realizar uma oferta pública para cancelar o seu registro perante a CVM” (EIZIRIK, Nelson. *et. al. Mercado Capitais: Regime Jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 769).

²¹ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Aquisição Compulsória de Ações. In. *Reforma da Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2002, pp. 55-60



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Seguindo este raciocínio, o acionista minoritário passa a ter dificuldade de encontrar compradores, que não sejam o próprio acionista controlador²²⁻²³.

24. Sob uma perspectiva sistêmica, essa prática coloca em risco o funcionamento do mercado acionário, de modo que o regulador passou a estudar as possíveis soluções para combater esse fenômeno²⁴.

25. A Lei nº 10.303/2001 instituiu em nossa legislação a OPA por Aumento de Participação, com a inserção do §6º no artigo 4º da LSA. Atribui-se à CVM a competência para expedir normas gerais sobre o percentual que reputasse capaz de impedir a liquidez de mercado das ações remanescentes, em seguida de aquisição gradual por acionista controlador²⁵.

²² Marcelo Trindade, à época em que era Presidente desta CVM, afirmou que as ofertas por aumento de participação: “foram criadas exatamente para evitar que, mediante sucessivas aquisições no mercado, que experimentaria liquidez mais e mais reduzida, o acionista controlador conseguisse deixar os acionistas remanescentes sem outra alternativa que não a de vender suas ações por qualquer preço ofertado” (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/5828, Pres. Relator Marcelo Trindade, julgado em 11.1.2006).

²³ EIZIRIK, Nelson. *et. al. Mercado Capitais: Regime Jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 768.

²⁴ “A CVM vem manifestando preocupações crescente em relação ao denominado ‘fechamento de capital branco’, fenômeno que ocorre quando, face a aquisições feitas pelos acionista controlador (ou por quem está vinculado a ele, sob alguma forma), reduz-se o nível de liquidez das ações em circulação no mercado, deixando o investidor em situação desfavorável, porque, como resultado do estreitamento da liquidez, as cotações das ações se deprimem, dificultando a realização de eventual alienação pretendida pelo minoritário, até mesmo pela inexistência de compradores, que não se sentem estimulados a investir suas poupanças na aquisição de ações que não dispõem de suficiente liquidez. Se o mercado é ilíquido, o investidor que pretenda alienar suas ações ficará nas mãos do acionista controlador, que é o único comprador disponível” (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2002 p. 55 e 56).

²⁵ A esse respeito, veja-se: NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª Edição (Revista, Ampliada e Atualizada). São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 80.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

26. O Limite de Liquidez de $2/3$ (dois terços) das ações em circulação vem sendo adotado como referência pela CVM desde a edição da Lei nº 10.303/2001²⁶⁻²⁷.

27. No exercício de sua competência atribuída pelo art. 4º, §6º da LSA, a CVM editou o art. 26 da ICVM nº 361, por meio do qual determinou que a OPA por Aumento de Participação deverá realizar-se sempre que o **acionista controlador**, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de $1/3$ (um terço) do total das **ações em circulação**.

28. Em outras palavras, a OPA por Aumento de Participação tem por finalidade evitar que o **acionista controlador**²⁸ adquira gradativamente **ações em circulação** a ponto de impedir e/ou retirar a liquidez do *free float*.

29. Sob essa perspectiva, passo a analisar o meu entendimento acerca do momento de aquisição das ações da Coelba.

IV. MOMENTO DA AQUISIÇÃO DAS AÇÕES

30. A fim de determinar a necessidade de realização de OPA por Aumento de Participação, é necessário analisar se as ações adquiridas eram **ações em circulação** à época dos fatos.

²⁶ Registre-se que este tema é atualmente objeto de uma “Avaliação de Impacto Regulatório”, que está sendo conduzida pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) da CVM, com previsão de entrega ao mercado ainda durante o ano de 2023, com foco específico na discussão quanto à necessidade de eventual revisão das frações de aquisição de ações em circulação estabelecidas nos artigos 13 e 19 da Resolução CVM nº 85/2022.

²⁷ Um tema que demanda atualização no contexto da regulação das OPAs no Mercado de Capitais é a definição da data de corte a partir da qual se deve computar os Limites de Liquidez (vide (i) art. 37, §1º, da antiga ICVM 361; e (ii) art. 30, §1º, da Resolução CVM nº 85/2022), mas esta questão não tem relação com a solução deste caso em concreto.

²⁸ Ou pessoas vinculadas ao acionista controlador.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

31. Assim, vale destacar a definição de ação em circulação prevista no inciso III, § 2º, do art. 3º da ICVM 361²⁹:

“III – 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;”

32. No caso concreto, as circunstâncias específicas da Operação me fazem entender que as Ações Objeto da Operação eram consideradas **ações fora de circulação**.

33. A discussão sobre a necessidade de realização de OPA por Aumento de Participação nesse caso gira em torno de uma Operação em que se deu no contexto de um Acordo de Acionistas contratado por **acionistas controladores** (e não entre um acionista controlador e um acionistas titular de ações em circulação).

34. A OPA por Aumento de Capital (cf. exposto na Seção de *Considerações Teóricas*) deverá ser realizada pelo **acionista controlador**, que adquira **ações em circulação** para além do Limite de Liquidez.

35. Sob essa perspectiva, a Operação só poderia ensejar obrigação de realização de OPA por Aumento de Participação caso as ações que foram objeto da Operação fossem consideradas ações em circulação, o que não é o caso em questão.

²⁹ A atual redação do artigo 3º, II, da Resolução CVM nº 85/2022 é idêntica àquela do inciso III, § 2º, do art. 3º da ICVM 361, que seguiu também o parâmetro do §2º, do art. 4-A da Lei nº 6.404/1976.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

36. Cf. mencionado anteriormente, a celebração do Acordo de Acionistas se deu em 07.06.2017, em um contexto de reorganização societária da Neoenergia, em detrimento da incorporação da Elektro Holding S.A.³⁰. **Esse acordo, portanto, foi celebrado quando a Previ, em conjunto com a Iberdrola e a BBI compartilhavam e eram titulares do poder de controle³¹ em relação à Neoenergia.**

³⁰ Doc. 1485770 – Fato Relevante Neoenergia S.A., divulgado em 09.07.2017 - “A NEOENERGIA S.A. (“Neoenergia” ou “Companhia”), em cumprimento às disposições da Instrução CVM nº 358/02 e ao artigo 154, §4º, da Lei 6.404/76, vem a público informar que, em 07 de Junho de 2017, BB Banco de Investimento S.A (“BB-BI”), Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“Previ”) e Iberdrola Energia S.A (“Iberdrola Energia”), acionistas representando a totalidade do capital social da Companhia, celebraram um acordo de associação para regular a incorporação, pela Neoenergia, da Elektro Holding S.A (“Elektro Holding” e “Operação”, conforme abaixo descrito, bem como **um novo acordo de acionistas, que substituirá o acordo de acionistas existente da Companhia**. A eficácia do novo acordo de acionistas está sujeita à consumação da Operação”. (grifo, nosso)

³¹ De acordo com o *caput* do artigo 116 da Lei nº 6.404/76, acionista controlador é “a pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: (a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”. Recorrendo às lições de Fábio Konder Comparato sobre a tipologia básica do poder de controle, devemos distinguir o controle entre interno e externo. Na sequência, o controle interno comporta outras subdivisões. Neste caso em concreto, estamos diante do controle majoritário conjunto (também chamado de controle compartilhado). O controle majoritário conjunto é usualmente estabelecido por meio de acordo de acionistas, celebrados, nos termos do artigo 118 da Lei nº 6.404/76, entre acionistas que, temporária ou permanentemente, possuem interesses convergentes e desejam dispor sobre os termos e condições para o exercício compartilhado do poder de controle. Veja-se, a respeito: (i) COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005; (ii) MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa Contemporânea e Direito Societário**: poder de controle e grupo de sociedades. São Paulo: Juarez de Olivera, 2002; e (iii) (MOTTA, Nelson Cândido. **Alienação do poder de controle compartilhado**. RDM. São Paulo: Malheiros, n. 89, jan./mar. 1993, p. 43).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

37. Nesse mesmo Acordo, as partes convencionaram que após 360 (trezentos e sessenta) dias da realização do IPO da Neoenergia, a Previ estaria obrigada a transferir ações à Neoenergia contra o pagamento do preço³².

38. Deste modo, é possível verificar que a contratação da Operação foi realizada de forma definitiva (cf. será exposto na seção abaixo “*Existência da Compra e Venda no Acordo de Acionistas*”) na data da celebração do Acordo de Acionistas, ainda que a eficácia da Operação fosse condicionada à Incorporação que ocorreu em agosto de 2017.

39. Veja-se, a respeito, o parecer de José Alexandre Tavares Guerreiro³³:

“As ações de titularidade da Previ, seja de emissão da Neoenergia, seja de emissão das Controladas, não eram “ações em circulação” de emissão dessas Controladas em 07.06.2017. A Previ era titular em conjunto do poder de controle da Neoenergia, e indiretamente, exercia o poder de controle sobre as Controladas. E não há dúvidas que as ações de titularidade de um acionista controlador não integram o conceito de ações em circulação, definido tal conceito justamente como o conjunto de “todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, diretores, de conselheiros da administração e as em tesouraria” (LSA, art. 4º-A, §2º c/c Instrução CVM n. 361/2002, art. 3º, III)”

40. As movimentações entre controladores não geram redução de liquidez das ações em circulação da companhia. Nesse sentido, **não poderia haver a expectativa de que a Previ contribuísse para a liquidez das ações da Coelba.**

³² Doc. 1373833.

³³ Doc. 1514004.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

41. Partindo da premissa de que a OPA por Aumento de Participação tem como finalidade proteger a liquidez das ações no mercado³⁴, uma vez que essas ações não eram integrantes do *free float*, não há sentido falar de OPA por Aumento de Participação³⁵.

42. Uma vez superado o fato de que a aquisição se deu à época em que a Previ integrava do bloco de controle e que as ações objeto da operação não estavam em circulação, passo a analisar a (i) a existência e validade de compra e venda no Acordo de Acionistas; e (ii) o comportamento das partes posterior à Operação.

(i) Existência da compra e venda no Acordo de Acionistas

43. O Acordo de Acionistas tratava sobre a compra e venda de ações³⁶. Cf. mencionado anteriormente na SEÇÃO HISTÓRICO do voto, o direito de adquirir as ações objeto da Operação estava previsto na Cláusula 15.5 do Acordo de Acionistas:

“15.5.1 Caso a PREVI não esteja de acordo com o preço ofertado pela COMPANHIA, deverá apresentar à COMPANHIA, no prazo de 30 (trinta) dias, a contar do recebimento da proposta firme, contraproposta respaldada em avaliação realizada por i) qualquer instituição financeira que possua área especializada, com experiência comprovada, em avaliações de empresas ou ii) consultoria especializada com experiência comprovada na emissão de laudo de avaliação de empresas ou ativos no setor elétrico brasileiro (“CONTRAPROPOSTA PREVI”).

³⁴ “A proteção legal visa a impedir que os acionistas minoritários, ao estarem desprovidos de liquidez, tornem-se suscetíveis a operações desvantajosas realizadas com o acionista controlador, que potencialmente, será o único interessado nas aquisições dessas ações” (NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas a Tomada de Controle de Companhias*. 2ª Edição (Revista, Ampliada e Atualizada). São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 79).

³⁵ Conforme apontado, à época em que era Presidente desta CVM, por Marcelo Trindade: “[...] bem jurídico protegido pelo § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76 é, expressamente, a “liquidez das ações remanescentes [...]” Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade, CVM, Proc. RJ 2004/4912, Diretora Relatora Norma Jonssen Parente, j. 16.11.2004

³⁶ Art. 118, caput, Lei 6404/1076 “Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

15.5.2 Caso a COMPANHIA não esteja de acordo com o preço indicado na CONTRAPROPOSTA PREVI, deverá apresentar, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do recebimento da CONTRAPROPOSTA PREVI, avaliação preparada por i) qualquer instituição financeira que possua área especializada, com experiência comprovada, em avaliações de empresas ou ii) consultoria especializada com experiência comprovada na emissão de laudo de avaliação de empresas ou ativos no setor elétrico brasileiro. Neste caso, o preço final deverá equivaler à média aritmética entre: (i) a média aritmética do preço da oferta da COMPANHIA e do preço da CONTRAPROPOSTA PREVI; e (ii) o preço indicado pelo segundo avaliador nos termos desta subcláusula 15.5.2.

15.5.3 A PREVI deverá vender, e o ACIONISTA ESTRATÉGICO deverá fazer com que a COMPANHIA adquira, as participações societárias minoritárias em questão no prazo de 30 dias a contar da aceitação da proposta pela PREVI, da aceitação da contra-proposta pela COMPANHIA ou da divulgação do preço indicado pelo segundo avaliador, conforme aplicável.”

44. O compromisso contemplava os elementos essenciais do negócio jurídico (art. 104 da Lei nº 10.406/2002)³⁷ e, ainda, os elementos complementares das operações de compra e venda (art. 481 do Código Civil)³⁸.

45. Em primeiro lugar, me parece claro e bem definido o **objeto** da obrigação contratada no Acordo de Acionistas (*i.e.*, a aquisição da totalidade de ações de titularidade da Previ de emissão das controladas)³⁹.

46. Em segundo lugar, estão identificados os parâmetros para determinação do **preço**, que as partes definiram de forma detalhada do método de apuração, prevendo inclusive o procedimento a ser adotado entre as partes em caso de divergência do valor sugerido.

³⁷ “Art. 104. A validade do negócio jurídico requer: I - agente capaz; II - objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III - forma prescrita ou não defesa em lei.”

³⁸ Art. 481. Pelo contrato de compra e venda, um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro.

³⁹ O art. 482 do Código Civil determina que a compra e venda “considerar-se-á obrigatória e perfeita, desde que as partes acordarem no objeto e no preço”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

47. Sendo assim, existia uma obrigação vinculante da Neoenergia de adquirir as ações de emissão da Coelba de titularidade da Previ.

48. O conceito de “*aquisição*” não deve ser restrito apenas à efetiva transferência das ações ao acionista controlador e deve contemplar também outras formas de obrigação contratual⁴⁰.

49. A compra e venda de ações não é negócio jurídico solene ou formal, que só tem validade se constituído de determinada forma prevista em lei, como é o caso – por exemplo – dos contratos constitutivos ou translativos de direitos reais sobre imóveis. No caso das ações, o detalhe é que a efetiva transferência da propriedade em relação às ações só se aperfeiçoa e se torna definitivamente eficaz com a transferência das ações, mas o contrato de compra e venda é consensual (*i.e.*, o contrato se considera formado com o acordo de vontades e não pressupõe a imediata entrega da coisa).

50. Concordo com José Alexandre Tavares Guerreiro, que afirmou⁴¹:

*"A despeito de não ter sido eficaz imediatamente, a compra e venda, desde o momento em que foi celebrado o Acordo de Acionistas, imporia obrigações às partes quando se tornasse eficaz: as ações deveriam ser transferidas pela Previ à Neoenergia contra o pagamento do preço. Não se conferia a nenhuma das partes o direito de desistir do contrato.
(...)"*

⁴⁰ Observa-se que a ICVM nº 361 dispõe de dispositivos que corroboram a tese de que a contratação de determinadas operações já seria suficiente para produzir efeitos em determinadas situações, como a caracterização de acionista equiparado ao controlador, previsto no §1º do art. 3º: “Salvo para o efeito de alienação de controle, a qual considerar-se-á caracterizada segundo as regras específicas aplicáveis, equipara-se ao acionista controlador, para os efeitos desta Instrução, o detentor de títulos conversíveis em ações ou de títulos que confirmam o direito à subscrição de ações, desde que tais ações, por si só ou somadas às já detidas pelo titular e pessoas a ele vinculadas, confirmam-lhe o controle acionário.”

⁴¹ Doc. 1514004.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Assim, o momento da contratação dessa obrigação, ainda que não coincidissem com a transferência de titularidade das ações, seria verdadeira “aquisição” para fins do art. 26 da ICVM 361.”

(ii) Comportamento das Partes.

51. Outro ponto fundamental para fundamentar a minha interpretação deste caso é a análise do comportamento das partes após a celebração do Acordo de Acionistas⁴².

52. *De um lado*, a Neoenergia reconheceu a obrigação de aquisição das ações da Coelba de titularidade da Previ, uma vez que:

- (i) a Operação se deu nos termos da Cláusula 15.5; e
- (ii) desde o momento da celebração do Acordo de Acionistas em 2017, a Neoenergia registrou contabilmente o valor correspondente à compra das ações da Previ em suas demonstrações financeiras, tendo inclusive ajustado o valor até a conclusão da compra e venda em 2021⁴³.

53. *De outro lado*, a Previ vendeu suas ações nos termos da cláusula contratada e não realizou nenhuma operação de compra e venda no mercado de 2017 até a conclusão da Operação em 2021.

⁴² Veja-se a esse respeito o art. 113 do Código Civil: “Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração. §1º A interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que: I - for confirmado pelo comportamento das partes posterior à celebração do negócio;”

⁴³ Doc. 1514004 - Demonstrações Financeiras – Notas explicativas, publicadas em 31 de dezembro de 2017, pg. 87.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

V. CONCLUSÕES

54. Expostas minhas considerações sobre o caso, acompanho integralmente o entendimento da SRE no sentido de que **não há obrigatoriedade de realização de OPA por Aumento de Participação no caso concreto.**

55. Diante disso, voto pelo não provimento do Recurso.

É como voto.

Rio de Janeiro, 16 de maio de 2023.

João Pedro Nascimento

Presidente