

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

GABRIEL BORGES MARIANO

**Combinação de OPA para Aquisição de Controle
com OPA para Cancelamento de Registro**

Rio de Janeiro, dezembro/2018

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

GABRIEL BORGES MARIANO

**Combinação de OPA para Aquisição de Controle
com OPA para Cancelamento de Registro**

Trabalho de Conclusão de Curso,
sob orientação do professor **Nelson
Eizirik**, apresentado à FGV
DIREITO RIO como requisito
parcial para obtenção do grau de
Bacharel em Direito.

Rio de Janeiro, dezembro/2018

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

Combinação de OPA para Aquisição de Controle com OPA para Cancelamento de Registro

Elaborado por GABRIEL BORGES MARIANO

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à FGV DIREITO RIO
como requisito parcial para obtenção
do grau de Bacharel em Direito.

Comissão Examinadora:

Nome do Orientador: Nelson Laks Eizirik

Nome do Examinador 1: Carlos Augusto Leite Junqueira de Siqueira

Nome do Examinador 2: João Pedro Barroso do Nascimento

Assinaturas:

Nelson Laks Eizirik

Carlos Augusto Leite Junqueira de Siqueira

João Pedro Barroso do Nascimento

Nota Final: _____

Rio de Janeiro, 10 de dezembro de 2018.

Aos meus pais – exemplos eternos de dedicação e trabalho –, pelo amor, empenho e confiança incondicionais.

Aos meus amigos, segunda família, pelo convívio, carinho e apoio de sempre.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à FGV DIREITO RIO, por todas as oportunidades proporcionadas ao longo desses anos que estudei aqui, especialmente na pessoa do Professor Thiago Bottino, pelo acolhimento e apoio.

Agradeço também a todos os professores que contribuíram para o meu desenvolvimento intelectual e para o meu interesse cada vez maior no Direito. Em especial, agradeço aos Professores Fernando Leal, João Pedro Barroso do Nascimento e Nelson Eizirik, pelas marcantes contribuições que me proporcionaram.

Sou extremamente grato aos incríveis amigos que alegram e iluminam os dias dentro e fora desta graduação – Marco César Penna Reis, Matheus Eleon, Luna Barroso, Ana Arruti, Fioly Rodrigues, Giulia Rigolon, Isabella Pontual, Luciana Xavier, Luíza Bruxellas, Paulo Nonato, Pedro Henrique Archer, Pedro Matos e Tiago Campos, para citar alguns.

Agradeço também aos amigos do Vis Moot 2015/2016, Amanda Muniz, Antonia Azambuja, Debora Fiszman, Gustavo Zaremba, João Felipe Meggiolaro e (mais uma vez) Luna Barroso, por todo o apoio que me ofereceram desde então.

Por fim, não poderia deixar de agradecer aos meus pais, por todo encorajamento, carinho e confiança.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo demonstrar a possibilidade jurídica de combinação de Oferta Pública de Aquisição de Ações para Aquisição de Controle e para Cancelamento de Registro, bem como indicar a conveniência da combinação dessas modalidades de OPA para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, questão que se mostra especialmente relevante diante de uma orientação recente da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da Comissão de Valores Mobiliários no sentido da impossibilidade desse tipo de cumulação de ofertas.

Palavras-chave: oferta pública de aquisição de ações; cumulação de oferta pública de aquisição de ações; unificação de oferta pública de aquisição de ações; combinação de oferta pública de aquisição de ações; oferta pública de aquisição de ações para aquisição de controle; oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro; cancelamento de registro.

ABSTRACT

The purpose of this piece is to demonstrate the legal possibility of combining both a tender offer for the acquisition of control and a delisting tender offer into a single proceeding, as well as present the advantages of such procedure for the development of the Brazilian capital markets in general. Such issue is especially relevant now, as the Office for Securities Registration of the Brazilian Securities Commission has recently stated that such combination would not be possible.

Key words: tender offers; bid offers; takeover; combination of tender offers; tender offer for the acquisition of control; delisting tender offer; delisting.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
1. IMPACTO DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO NA LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO SOCIETÁRIA E DE MERCADO DE CAPITAIS	9
2. REGULAÇÃO DAS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES	12
2.1. OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE	15
2.2. OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO.....	17
2.3. QUADRO COMPARATIVO: OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE <i>VERSUS</i> OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO	22
3. POSSIBILIDADE DE COMBINAÇÃO DE OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE COM OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO: O § 4º DO ARTIGO 4º DA LEI DAS S.A.	23
3.1. POSICIONAMENTO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	25
3.2. RACIONAL DO § 4º DO ARTIGO 4º DA LEI DAS S.A.	26
4. MECANISMO DE UNIFICAÇÃO DE OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE COM OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO	34
5. ESTRUTURAS ALTERNATIVAS	41
CONCLUSÃO	43

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo demonstrar a possibilidade jurídica de combinação de Oferta Pública de Aquisição de Ações (“OPA”) para Aquisição de Controle e para Cancelamento de Registro, bem como indicar a conveniência da combinação dessas modalidades de OPA para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

A questão se mostra especialmente relevante tendo em vista uma orientação recente da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) no sentido da impossibilidade desse tipo de cumulação de ofertas, como se verá adiante.

No intuito de analisar adequadamente essa temática, este trabalho foi dividido, além desta **introdução**, em outras seis partes. No **primeiro** capítulo será explorado o arcabouço jurídico que rege questões societárias no direito brasileiro à luz do desenvolvimento de seu mercado de capitais. No **segundo**, serão feitas breves considerações sobre a regulamentação das modalidades de OPA para aquisição de controle e para cancelamento de registro, consoante as disposições legais aplicáveis, assim como normas e orientações expedidas pela CVM, e também dispositivos autorregulatórios previstos em regulamentos de segmentos especiais de listagem da bolsa de valores B3 – Brasil, Bolsa, Balcão S.A. (“B3”). O **terceiro** capítulo cuidará de apresentar a atual posição da Comissão de Valores Mobiliários sobre a possibilidade de combinação de OPA para Aquisição de Controle com OPA para Cancelamento de Registro, à luz do § 4º do artigo 4º da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”), e de situações análogas a essa. Já no **quarto** capítulo será estudado o mecanismo de unificação de OPA, aplicando-o especificamente à combinação das modalidades de aquisição de controle e de cancelamento de registro. O **quinto** capítulo encerra o desenvolvimento do trabalho apontando algumas estruturas alternativas à unificação dessas modalidades de OPA que visem a esse mesmo fim. Por fim, será feita uma **conclusão** resumindo os pontos aqui abordados.

1. IMPACTO DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO NA LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO SOCIETÁRIA E DE MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais brasileiro passou por significativas mudanças ao longo da última década, dentre as quais se destaca a maior presença de companhias abertas com dispersão ou pulverização de sua base acionária, especialmente em segmentos especiais de listagem da B3 que exigem um percentual mínimo de ações em circulação (*free float*).

Com efeito, segundo dados levantados por GORGA (2009), em 2006 e 2007, das 92 companhias listadas no Novo Mercado, 45 não possuíam controlador majoritário (representando quase a metade, portanto, das companhias listadas nesse segmento especial da B3). Em 2009, PELLINI (2009) apurou que esse percentual era de apenas um terço. De acordo com levantamento feito por PENNA (2017, p. 298), em 2014, esse percentual voltou a crescer, retornando ao patamar de quase 50%.

Essa novidade no perfil da estrutura acionária de determinadas companhias, contudo, acabou por gerar certas dificuldades na aplicação da lei societária e de mercado de capitais, bem como sua regulamentação infralegal, já que essas normas foram elaboradas tendo como paradigma a figura do controlador.

Nesse sentido, a Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda (“Exposição de Motivos da Lei das S.A.”), esclarece que o “artigo 116 dá ‘status’ próprio, no direito brasileiro, à figura do ‘acionista controlador’. Esta é inovação em que a norma jurídica visa a encontrar-se com a realidade econômica subjacente.”

Ainda sobre o tema, aponta CARVALHOSA (2010, pp. 14-15) as seguintes palavras:

Essa nova realidade não foi ainda tratada no âmbito legal societário, não obstante a mudança, de fato, da estrutura prevista na lei vigente, que, como dissemos, funda-se na figura do acionista controlador, a quem se outorgam deveres, direitos e responsabilidades absolutamente relevantes, vis-à-vis os acionistas minoritários, votantes e não votantes. [...] Por isso, o jurista deve investigar e compreender a realidade societária subjacente às normas vigentes. Não há como normatizar ou regular um fenômeno econômico sem antes analisar e compreender os novos desafios por ele colocados.

Essa noção de que a lei e a regulamentação aplicáveis não acompanharam o desenvolvimento do mercado de capitais é um dos fios condutores do presente trabalho. O segundo diz respeito às vantagens atribuídas à promoção de um mercado dinâmico de controle de companhias abertas.

Nesse sentido, LOBO (2009, p. 2.035) comenta que “há de se reconhecer que as ofertas públicas para aquisição de controle são importantes, porque constituem um mecanismo natural de o próprio mercado depurar a eficiência da gestão das companhias abertas”¹ e PENNA (2017, p. 301) complementa:

O receio de uma oferta hostil – e também de escaladas em bolsa – constitui incentivo para que os administradores e controladores minoritários busquem maximizar o valor das ações da companhia, de modo a desestimular tentativas de tomada de controle. Quanto pior a qualidade de gestão, mais baixa tenderá a estar a cotação das ações da companhia, tornando-a um alvo atrativo para potenciais adquirentes do controle. Assim, o mercado de aquisição de controle serve de incentivo para o aumento da eficiência dos gestores e o meio para excluir do mercado gestores ineficientes.

Nesse mesmo sentido, NASCIMENTO (2011, p. 107) ensina que:

A companhia aberta, que esteja sob administração ineficiente, sem gerar retornos para os seus acionistas de maneira como poderia fazê-lo, tende a ter o valor de cotação de suas ações em bolsa de valores reduzido. Portanto, de maneira geral, há o entendimento de que as companhias abertas com dispersão acionária, em que os resultados apresentados estão abaixo da expectativa e, em alguns casos, impactando na própria cotação em bolsa de suas ações, tendem a ser mais suscetíveis às tentativas de controle. As ofertas públicas de aquisição de controle e o mercado para o controle (*market for corporate control*) potencialmente associado a elas desempenham papel fundamental no sentido de disciplinar a administração de companhias abertas com dispersão acionária a ser eficiente.

¹ Há, ainda, outras razões pelas quais ocorrem tomadas de controle, nem todas positivas para a companhia alvo. Dentre elas, NASCIMENTO (2011, p. 107), aludindo a lições de Menezes Cordeiro no direito português, destaca que “[...] as tomadas de controle financeiras são realizadas considerando a companhia-alvo apenas como um ‘objecto de lucro imediato: a ideia será de proceder ao seu desmantelamento, de modo a alcançar lucros imediatos’. António Menezes Cordeiro julga condenáveis as tomadas de controle financeiras, porque acarretam destruição de riquezas, com prejuízos sociais, traduzindo-se, apenas, em ganhos primários.”

Tendo em vista esses dois vetores (a importância da figura do acionista controlador na atual regulação do mercado de capitais e o papel do *market for corporate control*), passaremos a analisar de que forma as ofertas públicas de aquisição de ações são reguladas no Brasil, em especial no que diz respeito às OPA para aquisição de controle e para cancelamento de registro.

2. REGULAÇÃO DAS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES

A oferta pública de aquisição de ações, ou OPA, é amplamente tida como sendo uma declaração unilateral de vontade por meio da qual o ofertante manifesta seu compromisso, a um número indeterminado de acionistas, de adquirir determinada quantidade de ações, durante um determinado período, a um certo preço e segundo termos e condições que venha a estabelecer (dentro dos limites balizados pela lei e pela regulamentação da CVM)².

Não se confunde com a colocação de ordem de compra em bloco, também conhecida por *block trade*³, uma vez que a OPA é realizada fora do ambiente de negociação. Nesse sentido, a Instrução CVM nº 361, de 05 de março de 2002, conforme alterada (“Instrução CVM nº 361/02”), dispõe, no § 3º do seu artigo 2º, que, para os efeitos daquela Instrução, “considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante”.

Uma outra característica da oferta pública de aquisição de ações importante para os fins deste trabalho é seu enquadramento no conceito de proposta de contrato do artigo 427 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (“Código Civil”). Dessa natureza decorre que também devem ser aplicadas às OPA normas gerais de Direito Civil e que a sistemática desse ramo do Direito pode e deve, quando adequado, informar a aplicação de institutos societários.

As ofertas públicas de aquisição de ações também podem estar sujeitas a dispositivos autorregulatórios previstos em regulamentos de segmentos especiais de listagem da bolsa de valores (B3)⁴. Esses regulamentos dispõem sobre obrigações adicionais dirigidas aos seus aderentes, como a obrigação de manifestação do Conselho de Administração em caso de OPA, regras sobre o critério a ser utilizado para precificação da oferta, procedimentos de escolha de

² Nesse sentido, ver CARVALHOSA (1979, p. 24; 2011, p. 257).

³ *Block trades* muitas vezes disparam a realização de procedimentos especiais de negociação, por se tratar frequentemente de aquisições relevantes de ações, de acordo com o disposto na Instrução CVM nº 168, de 23 de dezembro de 1991, e nos regulamentos e manuais da B3 a esse respeito.

⁴ Contêm disposições relacionadas à realização de oferta pública de aquisição de ações o Regulamento do Novo Mercado, o Regulamento de Listagem e Aplicação de Sanções Pecuniárias do Nível 2, o Regulamento de Listagem e Aplicação de Sanções Pecuniárias do Bovespa Mais e o Regulamento de Listagem e Aplicação de Sanções Pecuniárias do Bovespa Mais Nível 2.

empresa especializada responsável pela avaliação e pela elaboração de laudo, e escopo das ações objeto a serem abarcadas pela oferta.

Outra forma de as companhias voluntariamente se sujeitarem a regras diferenciadas de governança corporativa adicionais é por meio da sua adesão ao Comitê de Aquisições e Fusões – CAF ou, ainda, submetendo uma transação específica a esse painel, na forma de consulta prévia. Apesar de a adoção desse tipo de mecanismo ser incipiente no mercado brasileiro, pode se mostrar potencialmente útil em situações de grande tensão entre minoritários e controladores ou em transações com partes relacionadas, para as quais o CAF dispõe de um convênio com a Comissão de Valores Mobiliários.

Por fim⁵, também pode haver disposições sobre OPA no próprio estatuto social da companhia, seja para regular o procedimento (no que for compatível com normas de nível hierárquico superior), seja para determinar uma hipótese de incidência (como acontece no caso das chamadas *poison pills* ou *Brazilian pills*⁶).

Assim, atualmente as ofertas públicas de aquisição de ações são reguladas essencialmente pela Lei das S.A., pela regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (em especial pela Instrução CVM nº 361/02) e por normas de Direito Civil, e, conforme aplicável, pelos regulamentos de listagem em segmento especial da B3 e pelos estatutos sociais das companhias.

⁵ Existem, ainda, hipóteses de oferta pública de aquisição de ações decorrentes de disposições contratuais, como acordos de investimento e acordos de acionistas, que não serão abordadas devido à sua atualmente baixa ocorrência e relevância para o mercado de capitais em geral.

⁶ Em breve síntese, trata-se de cláusula estatutária de proteção à dispersão acionária (ou de reforço de controle minoritário), que determina a obrigação de realização de OPA sempre que determinado titular de ações da companhia atingir um patamar pré-determinado (normalmente entre 10% e 35%). Por não se tratar do objeto deste estudo, não serão abordadas aqui suas características, seus empregos e as controvérsias dela decorrentes, sendo o leitor interessado aconselhado a se voltar para a farta bibliografia disponível sobre o tema. Ver, por exemplo: CARVALHOSA, Modesto. As Poison Pills Estatutárias na Prática Brasileira: Alguns Aspectos de sua Legalidade. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; SANTOS DE ARAGÃO, Leandro (Coord.). **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; LOBÃO MELO, Vitor de Britto. Análise Prática e Considerações sobre a realidade e a aplicação das medidas de proteção à tomada de controle nos estatutos sociais das companhias abertas brasileiras (*Brazilian Pills*). In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). **Direito Societário – Estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2013. PAPER, Marco Antonio. **Um estudo sobre a utilização de “Poison Pills” no Brasil**. Rio de Janeiro, Dissertação – Universidade Cândido Mendes: 2008. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas Defensivas à Tomada de Controle das Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

Antes de adentrar as características das modalidades de OPA para Aquisição de Controle e OPA para Cancelamento de Registro, cumpre fazer uma última distinção: entre oferta pública de aquisição de ações voluntária, que decorre da vontade e da iniciativa do ofertante, e obrigatória, que decorre de exigência legal, seja por verificação de determinada situação (redução de liquidez ou transferência do controle acionário), seja para atingimento de determinado fim (fechamento do capital).

A consequência imediata dessa diferenciação é que as OPA obrigatórias estão sujeitas ao registro obrigatório perante a Comissão de Valores Mobiliários (e, portanto, ao seu escrutínio prévio), ao passo que as OPA voluntárias só devem ser registradas caso envolvam permuta de valores mobiliários⁷.

Note-se que, apesar da dispensa de registro, as OPA voluntárias podem ser suspensas pela CVM caso se verifique ilegalidade ou irregularidade sanável, bem como canceladas se a irregularidade ou ilegalidade for insanável⁸. Além disso, esteja ou não sujeita a registro perante a Comissão de Valores Mobiliários, toda e qualquer OPA deverá observar o procedimento geral previsto na Instrução CVM nº 361/02 no que for aplicável⁹.

Esse procedimento geral visa a assegurar alguns princípios fundamentais aplicáveis às OPA, como por exemplo: (i) ser a oferta dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe, assegurando o rateio entre os aceitantes em caso de OPA parcial; (ii) dar tratamento equitativo aos destinatários, provendo adequada informação sobre a companhia objeto e o ofertante, de forma a possibilitar uma tomada de decisão refletida independente quanto à aceitação da OPA; (iii) possibilidade de sujeitar a oferta a condições, desde que seu implemento não dependa da atuação direta ou indireta do ofertante (ou pessoa vinculada); (iv) imutabilidade e irrevogabilidade da OPA, exceto conforme previsto na Instrução CVM nº 361/02; e (v) intermediação por banco de investimento ou por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários, que deverá garantir a liquidação financeira da oferta¹⁰.

⁷ Conforme § 1º do artigo 2º da Instrução CVM nº 361/02.

⁸ Conforme incisos II e III do § 2º do artigo 4º da Instrução CVM nº 361/02.

⁹ Conforme § 2º do artigo 2º da Instrução CVM nº 361/02.

¹⁰ Conforme artigo 4º da Instrução CVM nº 361/02.

2.1. OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE

A OPA para Aquisição de Controle está disciplinada nos artigos 257 e seguintes da Lei das S.A. e também nos artigos 32 e seguintes da Instrução CVM nº 361/02.

Consoante o exposto no primeiro capítulo deste trabalho, a OPA visando à aquisição de controle de companhia teve durante muito tempo participação pouco expressiva no mercado de capitais brasileiro, que foi e até hoje em grande parte é dominado por companhias com estrutura acionária concentrada em um acionista controlador ou grupo de acionistas controladores.

Contudo, com o desenvolvimento do mercado, esse tipo de OPA passou a ganhar cada vez mais relevância, com destaque para as ofertas lançadas (i) pela Sadia em 2006 para aquisição do controle da Perdigão e (ii) de forma concorrente, pela Vivendi e pela Telefônica em 2009 para aquisição do controle da GVT^{11,12}.

Diante dessa nova realidade e das dificuldades enfrentadas nesses e outros casos concretos, a Comissão de Valores Mobiliários promoveu uma significativa reforma da Instrução CVM nº 361/02 na seção de OPA para Aquisição de Controle, alterando e incluindo diversos dispositivos, por meio da Instrução CVM nº 487, de 25 de novembro de 2010.

A principal característica dessa modalidade de oferta pública de aquisição de ações é a necessidade de ser abarcada, no mínimo, uma quantidade de ações capaz de, somadas às ações eventualmente já de titularidade do ofertante (e pessoas a ele vinculadas), assegurar o controle da companhia alvo, ou seja, a aquisição de um bloco majoritário de ações¹³.

Trata-se aqui de verdadeiro predicado essencial da oferta, que constitui um requisito obrigatório para que seja considerado o seu êxito (e conseqüentemente seja permitida a efetiva aquisição de ações dos acionistas habilitados que puserem ordem de venda no leilão da oferta),

¹¹ A respeito, ver COUTINHO (2013, pp. 99-109).

¹² Recentemente a OPA para Aquisição de Controle também tem se mostrado relevante, a exemplo do processo competitivo para aquisição do controle da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A., que envolveu, além da OPA para Aquisição de Controle original, duas OPA concorrentes.

¹³ Conforme §§ 2º e 3º do artigo 257 da Lei das S.A. e inciso III do artigo 32 da Instrução CVM nº 361/02.

que só poderá deixar de ser observado caso a OPA para Aquisição de Controle seja cumulada com uma OPA Voluntária Simples^{14,15}.

Essa modalidade de OPA pode ser lançada por qualquer pessoa, natural ou jurídica, desde que seja inscrita no Cadastro de Pessoas Físicas ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas do Ministério da Fazenda.

Não está sujeita a registro, mas deve observar as disposições legais e regulamentares aplicáveis, gerais e específicas, e ser comunicada à Comissão de Valores Mobiliários dentro de 24 horas de sua primeira publicação¹⁶, podendo sofrer interferência da Autarquia se houver indícios de irregularidade ou ilegalidade, conforme exposto anteriormente.

Conforme destacado por PENNA (2017, pp. 302-304) e OIOLI (2010, pp. 101-103), apesar de à primeira vista a OPA para Aquisição de Controle parecer ser um tema simples, restrito à vontade das partes, na verdade, há um elemento comum a todas as ofertas que atrai a necessidade de especial atenção do regulador: a pressão para vender (*pressure to tender*).

Como os acionistas potencialmente antecipam que a presença de um controlador majoritário é capaz de afetar negativamente o preço de cotação das ações de emissão da companhia alvo (inclusive pela esperada redução da liquidez), podem se sentir pressionados a aderir à OPA, ainda que não estejam satisfeitos com seus termos, por temerem uma situação ainda pior após a liquidação da oferta. Para lidar com esse fenômeno, a Instrução CVM nº 361/02 trouxe dois mecanismos distintos.

No caso de OPA total (ou seja, que vise à totalidade das ações em circulação de uma mesma espécie e classe¹⁷), o regulador previu, fazendo uso da competência que lhe foi

¹⁴ A OPA Voluntária Simples está disposta no artigo 31 da Instrução CVM nº 361/02.

¹⁵ Conforme § 2º do artigo 257 da Lei das S.A., § 1º do artigo 32-B da Instrução CVM nº 361/02 e entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM, manifestado na análise de oferta pública de aquisição de ações de emissão da Diagnósticos da América S.A., no âmbito do Processo RJ2014/0783, e que foi acompanhado pelo Colegiado da Autarquia em reunião realizada em 28 de janeiro de 2014. Esse entendimento foi ratificado, ainda, incidentalmente pelo Colegiado na análise de questões relacionadas ao processo competitivo de aquisição do controle da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.

¹⁶ Nos termos do parágrafo único do artigo 258 da Lei das S.A.

¹⁷ Conforme leitura *a contrario sensu* do inciso IX do artigo 3º da Instrução CVM nº 361/02: “OPA parcial: aquela que não tenha por objeto a totalidade das ações em circulação de uma mesma classe e espécie”.

outorgada no § 4º do artigo 257 da Lei das S.A., a obrigação do ofertante de adquirir, pelo preço final da OPA, as ações em circulação remanescentes da mesma espécie e classe, pelo prazo de 30 dias contado da data de realização do leilão¹⁸. Assim, o acionista que não deseja aderir à OPA em um primeiro momento não é obrigado a ceder à pressão da oferta e goza o conforto de poder mudar de ideia no período imediatamente subsequente ao seu leilão, caso entenda oportuno.

Já no caso de OPA para Aquisição de Controle parcial (ou seja, que não tenha por objeto a totalidade das ações em circulação de uma mesma espécie e classe¹⁹), deve ser assegurada aos destinatários da OPA a faculdade de condicionar sua aceitação ao sucesso da OPA²⁰. Com isso, os acionistas podem optar por, em um primeiro momento rejeitar a oferta, apenas aderindo caso de fato a OPA venha a ter êxito. Além disso, é preciso adotar procedimento que permita o acompanhamento ao longo do leilão da quantidade de ações dos acionistas que aceitaram a OPA de forma incondicional²¹, dando aos acionistas que não tenham de nenhuma forma aderido a chance de alterar sua decisão de maneira informada.

2.2. OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO

O cancelamento de registro de companhia aberta perante a Comissão de Valores Mobiliários (procedimento comumente chamado de “fechamento de capital”) foi por muito tempo regulado apenas pelas normas expedidas pela Autarquia, sem que houvesse qualquer disposição legal além da constante no inciso I do § 6º do artigo 21 da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, conforme alterada (“Lei da CVM”).

Esse dispositivo dispõe que compete à CVM expedir normas especificando os casos em que os registros podem ser cancelados (além de dispensados, recusados ou suspensos). Com base nessa autorização legal, a Autarquia expediu a Instrução CVM nº 03, de 17 de agosto de 1978, regulamentando o fechamento de capital.

¹⁸ Conforme artigo 32-A da Instrução CVM nº 361/02.

¹⁹ Conforme inciso IX do artigo 3º da Instrução CVM nº 361/02.

²⁰ Conforme *caput* do artigo 32-B da Instrução CVM nº 361/02.

²¹ Conforme § 4º do artigo 32-B da Instrução CVM nº 361/02.

A Instrução CVM nº 03/78 foi posteriormente substituída pela Instrução CVM nº 185, de 27 de fevereiro de 1992, que por sua vez foi superada pela Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995 (alterada pela Instrução CVM nº 345, de 04 de setembro de 2000).

Todos esses normativos tinham como ponto em comum a realização de assembleia geral da companhia, para que o cancelamento de registro fosse deliberado por no mínimo 51% do capital da companhia, incluindo ações com e sem direito a voto.

Além disso, desde então sempre se requereu a realização de oferta pública de aquisição da totalidade das ações em circulação no mercado, a ser lançada pelo acionista controlador, que deve contar com um número expressivo de aderentes, ou alternativamente concordantes, tendo o patamar iniciado em três quartos (75%) das ações em circulação mas posteriormente sido reduzido para dois terços (67%).

Contudo, a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, promoveu importantes mudanças ao regime legal do fechamento de capital, que foram refletidas na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários por meio da Instrução CVM nº 361/02.

Entre as novidades, destaca-se o fim da necessidade de convocação de assembleia geral, condicionando o cancelamento de registro apenas à realização de oferta pública de aquisição de ações.

Ademais, diferentemente da regulação atual, no antigo regime o ofertante podia determinar livremente o preço da oferta, cabendo aos acionistas se opor ao cancelamento, caso entendessem que o preço não era satisfatório, deixando de alienar as suas ações na OPA ou se manifestando expressamente de forma contrária ao cancelamento.

Nesse sentido, a Nota Explicativa CVM nº 08/78 esclarecia que:

O fato da CVM registrar a oferta pública não implica em que ela esteja aprovando o valor de compra oferecido por ação. O registro significa que o ofertante prestou as informações necessárias, para que o investidor decida sobre a oportunidade de aceitar ou não a oferta. Cabe ao investidor, portanto, examinar as informações prestadas e fazer o seu próprio juízo sobre a oferta.

De todo modo, já no antigo regime, era obrigatória a realização de avaliação do preço das ações, que era feita pela instituição intermediária e servia apenas de respaldo informacional aos acionistas. Ainda assim, essa posição adotada pela CVM foi alvo de diversas críticas, conforme leciona CANTIDIANO (2002, p. 34)²²:

[...] a posição adotada pela CVM foi objeto de críticas, na medida em que deixava os investidores de mercado desprotegidos no momento em que o acionista controlador decidia cancelar o registro da sociedade. De acordo com os críticos, quando o controlador decide cancelar o registro, a companhia aberta normalmente tem pequena parcela dos valores mobiliários negociada no mercado, do que resulta uma expressiva depreciação na cotação desses títulos.

Em decorrência, qualquer sobrepreço, por mais reduzido que seja, a ser oferecido pelo controlador, torna atrativa a oferta formulada, porque o investidor acaba optando pela venda das suas ações, para não correr o risco de permanecer como acionista de uma companhia cujas ações poderão ter a sua liquidez em mercado reduzida, se a oferta não obtiver sucesso, e ela permanecer aberta ou, o que é pior, sendo alcançado o objetivo do ofertante, ele passar a ser sócio de uma sociedade fechada que, em princípio, será menos transparente e, por isso mesmo, na qual ele terá menor proteção.

CANTIDIANO (2002, p. 35ss) ensina, ainda, que o critério para determinação do preço de aquisição de ações em oferta pública para cancelamento de registro de companhia passou por “uma longa e difícil negociação”. Inicialmente, o substitutivo do projeto de lei que fora aprovado pela Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados estabelecia como único critério o valor econômico da companhia, que deveria servir de piso mínimo para o valor ofertado.

Após diversas rodadas de negociação, o Congresso decidiu estabelecer como regra geral que o preço teria de ser “justo”, elencando alguns critérios, adotados de forma isolada ou combinada, aptos a apurar o valor de avaliação da companhia (de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos ou de cotação das ações no mercado de valores mobiliários), mas

²² No mesmo sentido ver LUCENA (2009, volume I, p. 118).

abrindo também a possibilidade de a Comissão de Valores Mobiliários estabelecer outros critérios aceitáveis^{23,24}.

Uma outra novidade diz respeito à possibilidade de a OPA ser lançada pela própria companhia. Nesse caso, o instrumento de OPA deverá conter também transcrição da deliberação do órgão da companhia que tiver aprovado o lançamento da OPA, contendo, no mínimo, a justificativa da operação, da desnecessidade de captação de recursos por meio de subscrição pública de ações no prazo de dois anos, e a referência à existência das reservas exigidas por lei²⁵.

Além disso, caso não seja alcançado o requisito de aceitação e a OPA não tenha êxito, deverão ser observados os limites de negociação com as próprias ações estabelecidos pela CVM em regulamentação própria²⁶ e somente poderão ser adquiridas até um terço das ações em circulação²⁷.

A reforma de 2001 trouxe também a possibilidade de os destinatários da oferta, titulares de no mínimo 10% das ações em circulação, requererem a convocação de assembleia especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério. O pedido de revisão do preço deve ser apresentado no prazo de 15 dias da divulgação do valor da OPA e ser devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado²⁸.

²³ Mesmo após as mudanças alguma insatisfação persistiu. CANTIDIANO (2002, p. 37) aponta que Modesto Carvalhosa, em seu depoimento em audiência pública, criticou a modificação introduzida no projeto original, afirmando que o texto “apresenta uma série infundável, um verdadeiro pacote, uma verdadeira cesta de opções que os controladores teriam para oferecer aos minoritários, no caso de desejarem o fechamento do capital, criando, portanto, um conceito absolutamente inexistente no mundo moderno, no mundo da econometria, o sentido do preço justo, que é um conceito moral e não jurídico”.

²⁴ Conforme § 4º do artigo 4º da Lei das S.A.

²⁵ Conforme inciso IV do artigo 20 da Instrução CVM nº 361/02.

²⁶ Em especial a Instrução CVM nº 567, de 17 de setembro de 2015, conforme alterada (que substituiu a antiga Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980).

²⁷ Conforme parágrafo único do artigo 18 combinado com inciso I do artigo 15, ambos da Instrução CVM nº 361/02.

²⁸ Conforme *caput* e § 1º do artigo 4-A da Lei das S.A.

Como o ofertante não pode ser forçado a uma obrigação superior àquela a que se dispôs, caso o novo laudo de avaliação venha a apurar valor superior ao valor inicial da OPA, o ofertante poderá desistir da oferta e, em todo caso, deve publicar, no prazo de cinco dias a contar da apresentação do novo laudo, aviso de fato relevante, informando se mantém a OPA ou se dela desiste²⁹.

As questões decorrentes da *pressure to tender*, à semelhança do que ocorre com a OPA para Aquisição de Controle, também foram tratadas no âmbito das OPA para Cancelamento de Registro. Nesse sentido, a Instrução CVM nº 361/02 estabelece em seu artigo 22 que:

[...] deverá ser adotado procedimento que permita o acompanhamento, ao longo do leilão, da quantidade de ações dos acionistas que tenham concordado com o cancelamento de registro, bem como do somatório daquela quantidade de ações com a detida pelos acionistas que aceitarem a OPA.

Cumprido destacar que, apesar de o cancelamento ter passado a ser regulado em lei a partir de 2001, continuaram delegados à Comissão de Valores Mobiliários diversos aspectos do procedimento a ser seguido, inclusive o nível de adesão mínima para obtenção de sucesso e o estabelecimento de critérios adicionais para verificação de preço justo.

De forma genérica, o § 4º do artigo 4-A (introduzido pela Lei nº 10.303/2001) estabelece que “[c]aberá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no art. 4º e neste artigo [4-A], e fixar prazos para a eficácia desta revisão”. Conforme já mencionado, a CVM regulamentou a matéria por meio da Instrução CVM nº 361/02, a que se alude diversas vezes ao longo deste trabalho.

²⁹ Conforme inciso IV do artigo 24 da Instrução CVM nº 361/02.

2.3. QUADRO COMPARATIVO: OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE VERSUS OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO³⁰

	OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE	OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO
Fundamento	Decisão do ofertante	Decisão da companhia ou do controlador de buscar o cancelamento do registro
Ações objeto	No mínimo, as ações faltantes para o controle	Todas as ações em circulação
Ofertante	Qualquer acionista ou terceiro interessado	Companhia ou acionista controlador
Registro	Apenas se envolver permuta	Sim
Instrumento para Determinação do Preço	Decisão do ofertante (porém o laudo é obrigatório se a oferta envolver permuta)	Laudo de avaliação elaborado por empresa especializada
Revisão do Preço conforme o artigo 4-A da Lei das S.A.	Não aplicável	Disponível ao minoritário e o controlador pode desistir da OPA em caso de revisão do preço
Requisito de sucesso	Oferta condicionada, de forma irrenunciável, à aquisição de ações que assegurem ao ofertante mais de 50% das ações com direito permanente de voto	Concordância expressa ou adesão à oferta de no mínimo 2/3 dos acionistas habilitados a participar da oferta (que credenciarem corretora)
Adesão de até 1/3 das ações em circulação	Ofertante deve comprar as ações de todos os que aderirem nos termos do edital	Pode comprar as ações dos aderentes, mas sem fechar o capital
Adesão entre 1/3 e 2/3 das ações em circulação	Ofertante pode comprar as ações de todos que aderirem	Controlador pode (i) comprar somente até 1/3 sem fechamento de capital ou (ii) desistir da oferta se o edital assim permitir
Adesão acima de 2/3 das ações em circulação	Ofertante deve comprar até o limite de sua oferta	Controlador pode comprar as ações e fechar o capital
Put contra o ofertante (tail period)	Por 30 dias em caso de OPA total	Por três meses se o ofertante adquirir mais de 2/3 das ações em circulação
Outras especificidades	(1) Regras específicas de transparência e de prestação de informações e (2) Não pode aumentar preço no leilão em regra	(1) Definição específica de ações em circulação e (2) Acima de 95% de adesão pode haver <i>squeeze out</i>

³⁰ Adaptado, editado e complementado com base em HATANAKA (2016, p. 216)

3. POSSIBILIDADE DE COMBINAÇÃO DE OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE COM OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO: O § 4º DO ARTIGO 4º DA LEI DAS S.A.

Com o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro, tem se tornado cada vez mais comuns operações em que o adquirente originário do controle de companhia com capital previamente pulverizado opta por cancelar seu registro de companhia aberta perante a Comissão de Valores Mobiliários³¹.

A decisão pelo fechamento de capital encontra diversas justificativas, tendo SIQUEIRA (2010, pp. 27-28) sistematizado algumas razões citadas em editais de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro, *verbis*:

- custos administrativos, pela necessidade de manter uma estrutura voltada para o mercado;
- ônus financeiro, com o pagamento de taxas, auditoria externa, publicações e prestação de informações;
- performance insatisfatória das ações em mercado;
- inviabilidade de novos lançamentos, em face de condições adversas no mercado;
- inexistência de benefícios para a sociedade com a manutenção da condição de companhia aberta;
- inexistência de planos de expansão ou projetos que justifiquem novas captações;
- baixo índice de negociação, não justificando onerar a companhia e seus acionistas;
- pós a oferta inicial, a companhia não procedeu a novas captações de recursos;
- propiciar aos minoritários a possibilidade de reciclar seus investimentos, redirecionando o produto da venda das ações;
- inexistência de títulos em circulação, em face do resgate de debêntures ou de outros valores mobiliários;
- dificuldades para atender a legislação aplicável, pela inexistência de estrutura adequada;
- reestruturação do perfil econômico-financeiro;
- reestruturações societárias;
- não colocação, ou colocação parcial, de títulos no mercado;
- simplificação do gerenciamento administrativo;
- aperfeiçoamento do desempenho operacional;

³¹ Alguns casos recentes foram discutidos em OLIVEIRA; TORRES; FIGUEIREDO (2017, pp. 240-241).

- alterações no regime tributário, em especial quanto à colocação de títulos de crédito no mercado;
- centralização administrativa e financeira;
- otimização da estrutura organizacional;
- desinteresse em proceder a novos lançamentos;
- consolidação das ações em circulação numa só companhia, com aumento de liquidez para os acionistas³²;
- aproveitamento de sinergias;
- integração às atividades globais do grupamento empresarial;
- invasão da base física da empresa com posterior desapropriação pela União;
- enquadramento legal como companhia aberta, sem jamais ter pretendido negociar ações em mercado, interessando-se somente pela captação de incentivos fiscais;
- rescisão de contratos que asseguravam a receita da companhia, provocando a paralisação quase total das atividades;
- em decorrência de determinação legal; e
- dificuldade de captação pública de recursos por tratar-se de companhia com área de atuação regional, sem projeção nacional.

SIQUEIRA (2010, p. 28) então resume essas razões, dividindo-as em três grupos, relacionados a (i) custos, (ii) reestruturações societárias e (iii) impossibilidade ou desnecessidade de captação de recursos do mercado.

Note-se que a maioria desses exemplos e os três grupos de justificativas podem perfeitamente ser aplicáveis a eventual terceiro que venha a adquirir o controle de companhia que antes contava com uma base acionária dispersa ou pulverizada.

Apesar disso, a área técnica da CVM entendeu recentemente que não é possível a combinação de OPA para Aquisição de Controle com OPA para Cancelamento de Registro, por não ser o adquirente do controle, até a efetiva aquisição, controlador da companhia e, portanto, legitimado a fazer a oferta de cancelamento.

Neste capítulo, apresentaremos brevemente esse precedente e então analisaremos as razões pelas quais esse entendimento não deve necessariamente prevalecer.

³² Nota de rodapé original do autor citado (SIQUEIRA, 2010, p. 28): “Alegação válida, em regra, para operações de permuta” (nota de rodapé nº 3).

3.1. POSICIONAMENTO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Não identificamos nenhuma oportunidade em que o Colegiado da CVM tenha se debruçado sobre a questão da cumulação de OPA para Aquisição de Controle com OPA para Cancelamento de Registro.

Não obstante, localizamos uma instância em que a área técnica da CVM responsável pela análise de ofertas públicas de aquisição de ações (Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE) se manifestou sobre a questão³³, ainda que de forma perfunctória.

No dia nove de fevereiro de 2017, a Kepler Weber S/A divulgou ao mercado o recebimento de correspondências enviadas por dois de seus acionistas, Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil e BB – Banco de Investimentos S.A. (“Previ” e “BB-BI”), informando a celebração de um contrato de compra e venda de ações por meio do qual venderiam a totalidade das suas ações (9.191.298 ações, representativas de 34,93% do capital social da Kepler Weber) à AGCO do Brasil Máquinas e Equipamentos Agrícolas Ltda. (“AGCO”).

Dentre as condições do contrato, constava a implementação de condições precedentes, que incluía, além da aprovação pela autoridade concorrencial (Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE), a aquisição pela AGCO de uma quantidade de ações ordinárias de emissão da Kepler Weber que, combinadas com as ações detidas pela Previ e pelo BB-BI, representasse no mínimo 65% do capital votante da Kepler Weber.

A AGCO também enviou correspondência à companhia, informando sua intenção de, após verificadas as demais condições para a aquisição das ações da Previ e do BB-BI, lançar uma oferta pública para adquirir até a totalidade das ações ordinárias de emissão da Kepler Weber, que poderia ser unificada a uma oferta pública para cancelamento do registro da companhia como companhia aberta.

Esclareceu, também, que seria praticado na OPA o mesmo preço constante do contrato celebrado com Previ e BB-BI, se maior preço não fosse verificado em laudo de avaliação a ser preparado caso a OPA fosse proposta também com o fim de fechamento do capital da Kepler Weber.

³³ Nesse sentido, ver OLIVEIRA; TORRES; FIGUEIREDO (2017, pp. 240-241).

No dia 13 de fevereiro de 2017, a companhia divulgou comunicado ao mercado dando publicidade ao Ofício nº 35/2017/CVM/SRE/GER-1, por meio do qual a área técnica, além de questionar o dever de confidencialidade aplicável à OPA para Aquisição de Controle (*ex vi* artigo 260 da Lei das S.A. e artigo 4-A da Instrução CVM nº 361/02), informou o que segue:

[...] 4. Ademais, em relação à intenção da AGCO de “lançar uma oferta pública (...), que poderá ser unificada a uma oferta pública para cancelamento de registro da Companhia (...)”, **salientamos que a OPA para cancelamento de registro só pode ser formulada pela “companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente”, nos termos do § 4º do art. 4º da LSA.**

5. Desse modo, entendemos não ser compatível a unificação das duas modalidades de OPA previstas, devendo a AGCO, primeiramente, adquirir o controle da Companhia para então estar legalmente apta a formular uma OPA para cancelamento de seu registro.

6. Diante do exposto, **solicitamos à Companhia dar ciência à AGCO:** (i) para que esta preste esclarecimentos quanto à inobservância do art. 260 da LSA, bem como do art. 4º-A da Instrução CVM 361, que tratam da necessidade de *manter sigilo sobre a oferta projetada*; e (ii) **da impossibilidade de unificação das duas modalidades de OPA pretendidas.**

7. **Ademais, alertamos para necessidade de a Companhia,** observando sua política de divulgação de informações junto ao mercado, **dar a devida publicidade ao presente Ofício e ao entendimento desta área técnica quanto à impossibilidade de unificação das duas modalidades de OPA pretendidas.**

(grifo nosso)

Assim, a SRE deixou de forma inequivocamente clara o seu entendimento pela impossibilidade de combinação dessas duas categorias de oferta pública de aquisição de ações.

Pedimos a devida vênia para discordar desse posicionamento, que não nos parece ser o mais adequado, pelas razões que passamos a expor abaixo.

3.2. RACIONAL DO § 4º DO ARTIGO 4º DA LEI DAS S.A.

O cancelamento de registro de companhia aberta (fechamento de capital) é tema sensível, que atrai convenientemente a regulação pelo Estado. Nesse sentido, já em 1978, a Nota Explicativa CVM nº 08 elucidava que:

O investidor ao aplicar a sua poupança na companhia tem a expectativa de que os valores mobiliários por ele recebidos terão negociabilidade no mercado e que a companhia divulgará ao público todas as informações necessárias sobre o seu investimento seja qual for o seu valor.

Esta expectativa do investidor não pode ser revertida por simples vontade dos acionistas controladores ou pelos próprios administradores da companhia.

É necessário que os acionistas minoritários fiquem protegidos através da opção de vender as suas ações por um preço conveniente ou por mecanismo que dê a uma minoria acionária substancial o poder de impedir o cancelamento do registro.

Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017, p. 107) teceram igualmente algumas considerações sobre as consequências do cancelamento de registro, anotando que:

O cancelamento é da maior importância para os titulares dos valores mobiliários da companhia aberta, pois implica perda da liquidez própria dos valores negociados nos mercados, e da proteção de seus titulares decorrente do exercício, pela CVM, de suas atribuições legais de fiscalizar os mercados e as companhias abertas. A disciplina legal e regulamentar do cancelamento visa a proteger os interesses dos titulares de valores mobiliários em circulação no mercado.

José Estevam de Almeida Prado (SIQUEIRA, 2010, pp. 15-16) reforça e complementa essa noção, também a partir da ótica do investidor:

Ao comprar ações em bolsa, o investidor troca uma disponibilidade econômica atual por rendas futuras incertas, sob a forma de dividendos e ganhos de capital. Os dividendos são rendas periódicas que o investidor receberá em função dos resultados gerados na exploração da empresa. Os ganhos de capital a serem realizados, ao contrário, são rendas que serão obtidas por meio da venda das ações, e que dependem fundamentalmente das expectativas futuras de lucros da empresa em continuidade, como *going-value* ou *going concern*.

Evidentemente, o *mix* entre dividendos e ganhos de capital a serem auferidos varia enormemente, de acordo com o estágio de desenvolvimento e rentabilidade da empresa, e com o momento de aquisição das ações. No entanto, gostaria de assinalar que, em regra, uma parte substancial do retorno do investidor está associada à venda da participação acionária. De fato, não é incomum ocorrer em avaliações econômicas de empresas, que mais de 2/3 do valor econômico está ligado a resultados que irão se materializar num prazo superior a 10 anos, e que, portanto, não serão usufruídas diretamente pelos atuais acionistas, senão, indiretamente, por meio da realização de ganho de capital na venda das ações a um outro acionista, e assim sucessivamente até que a empresa seja absorvida ou liquidada.

Destarte, mesmo para investidores com largos horizontes temporais de investimento, como é o caso dos fundos de pensão, o momento da venda passa a ser crucial para o desempenho do investimento em ações, justificando-se, do ponto de vista econômico, a preocupação do legislador com a questão do fechamento de capital, em que o investidor pode se ver forçado a alienar suas ações [...]

Como se pode notar, a questão é delicada, pois, por um lado, é necessário proteger o investidor contra os riscos que podem advir de uma venda forçada, e, por outro, de acordo com a opinião comum atual, a lei não pode impedir o fechamento do capital, sob o argumento de que se trata de uma decisão empresarial, e que o impedimento poderia inibir o funcionamento mais eficiente das companhias.

Tendo em vista essas e outras questões, conforme adiantado no item 2.2 deste trabalho, a Lei da CVM delegou originalmente à Comissão de Valores Mobiliários a regulamentação do procedimento de fechamento de capital, *ex vi* seu artigo 21, § 6º. Como vimos, a CVM exerceu essa competência por meio das suas Instruções nº 03/78, 185/92, 229/95 e 299/99 (estas duas últimas alteradas pela 345/00).

Em 2001, por meio da Lei nº 10.303, a questão do cancelamento de registro passou a contar com disposição legal expressa, contida nos §§ 4º e 5º do artigo 4º e no artigo 4-A, ambos da Lei das S.A., tendo a Comissão de Valores Mobiliários adaptado sua regulamentação por meio da edição da Instrução CVM nº 361/02.

Como já explorado, as principais inovações da reforma de 2001 foram (i) estabelecer um rol de critérios para determinação do preço oferta em OPA para Cancelamento de Registro, que deve ser *justo*; (ii) possibilitar o pedido de revisão desse preço por acionistas minoritários que representem pelo menos 10% das ações em circulação, desde que apresentem fundamentação no sentido de alguma ou imprecisão na metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado; e (iii) pôr fim à necessidade de realização de assembleia geral para autorização do cancelamento por no mínimo 51% do capital da companhia, incluindo ações com e sem direito permanente de voto.

Nada obstante, antes e depois da reforma, as normas referentes ao cancelamento de registro de companhia aberta sempre possuíram dois objetivos fundamentais (CARVALHOSA, 2011, volume I, p. 169)³⁴:

³⁴ Em sentido semelhante, ver EIZIRIK (2015, volume I, p. 63) e BULHÕES (2004, item 1.5).

- 1) conferir aos minoritários titulares de percentual relevante de ações a possibilidade de impedir o fechamento de capital da companhia; e
- 2) assegurar a todos os minoritários a possibilidade de alienar suas ações por preço conveniente, de sorte a não os compelir a manter-se acionistas de uma companhia cujas ações não possuam liquidez no mercado e que não esteja obrigada a prestar informações mínimas aos investidores.

A partir de 2001, com o surgimento do critério do preço *justo*, visou-se atingir, ainda, um terceiro objetivo, o de proteger o acionista minoritário diante da pressão que sofre para desfazer-se de suas ações (*pressure to tender*), conforme já explicitado anteriormente no item 2.2 acima.

É sabido que normas são, por sua própria natureza, genéricas, apresentando-se ora sobreinclusivas (abarcando pela sua literalidade situações que não deveriam ser abarcadas) ora subinclusivas (quando sua aplicação imediata deixa de abranger hipóteses desejáveis)³⁵.

Nesse sentido, no conhecido debate entre o jusfilósofo inglês H. L. A. Hart e o americano Lon Fuller, foi dado o exemplo epitomático da regra “proibido veículos no parque”, questionando se ‘veículo’ incluiria bicicletas, carrinhos de bebê, *skates*, patins, carrinhos de brinquedo, um caminhão utilizado na Segunda Guerra Mundial para fins de memória e ornamentação do parque, cadeiras de rodas, ambulâncias e aviões, por exemplo.

Nesse debate, fica evidente a importância da razão de ser norma, ou seja, o seu intuito. Caso a regra tenha por objetivo proteger a segurança dos pedestres, talvez seja o caso de proibir bicicletas, *skates* e patins, mas cadeiras de rodas, carrinhos de bebês e o veículo ornamental da Segunda Guerra provavelmente não seriam um problema. Já se a preocupação for em deixar livre os caminhos e passagens do parque, o inverso pode ser verdadeiro.

Trazendo essa analogia ao nosso caso em tela, fica claro que o lançamento de uma OPA para Cancelamento de Registro por terceiro que não seja o acionista controlador não prejudica, do ponto de vista teleológico, o escopo de proteção da norma, já que a oferta estará igualmente sujeita à Instrução CVM nº 361/02 e:

³⁵ Sobre essa questão e o debate que a segue, ver SCHAUER (2009).

- (i) caso não seja atingido o quórum mínimo de adesão à OPA ou aceitação expressa do cancelamento por 2/3 das ações de acionistas habilitados a participar da oferta, a OPA não terá sucesso (permitindo, assim, aos “minoritários titulares de percentual relevante de ações a possibilidade de impedir o fechamento de capital da companhia”);
- (ii) a oferta deverá visar à aquisição da totalidade das ações em circulação e seu preço deve ser *justo*, assegurando “a todos os minoritários a possibilidade de alienar suas ações por preço conveniente”; e
- (iii) deve ser adotado procedimento que permita o acompanhamento, ao longo do leilão, da quantidade de ações dos acionistas que tenham concordado com o cancelamento de registro, bem como do somatório daquela quantidade de ações com a detida pelos acionistas que aceitarem a OPA, permitindo o gerenciamento pelo investidor da pressão para vender (*pressure to tender*) a que está sujeito.

Em relação ao item ‘iii’, poderia se argumentar que, como nesse caso o cancelamento de registro está sendo proposto por um terceiro até então possivelmente desconhecido da companhia, a pressão para vender é potencialmente maior, já que os acionistas não necessariamente ‘conhecem’ o ofertante e, assim, temeriam mais permanecer em uma companhia fechada com alguém que desconhecem.

Contudo, essa linha de raciocínio não estaria inteiramente fundamentada, por três razões. Primeiro, nada impede que antes seja adquirido o controle e posteriormente realizado o fechamento do capital, o que levaria a uma situação virtualmente idêntica, aumentando apenas os custos de transação de atingimento do mesmo fim em duas etapas.

Segundo, a Instrução CVM nº 361/02 exige a divulgação de diversas informações acerca do ofertante (existência e identificação de seu controlador, descrição do seu objeto social, setores de atuação e atividades desenvolvidas, dentre outras) e de sua relação com a companhia (por exemplo, exposição a seus valores mobiliários ou a títulos neles referenciados, e descrição de contratos, cartas de intenção e outros instrumentos envolvendo a companhia objeto de que o ofertante seja parte ou beneficiário).

Por fim, a experiência prática revela que os investidores do mercado de capitais estão preocupados com a perda de liquidez em si e não com quem permanecerão em companhia cujas ações não tenham liquidez, tendo em vista a altíssima adesão a ofertas para cancelamento de registro, que não raro são seguidas do procedimento de *squeeze out* (resgate compulsório de ações remanescentes dos minoritários, caso permaneçam em circulação menos de 5% do total de ações emitidas)³⁶.

Ante o exposto, não parece haver nenhuma razão legítima para, nem tampouco ter sido o objetivo da norma prevista no § 4º do artigo 4º da Lei das S.A., impedir que um terceiro proceda ao fechamento do capital da companhia objeto simultaneamente à aquisição do seu controle.

Com efeito, o fato de a legislação prever apenas o controlador e, a partir de 2001, a própria companhia como legitimados para cancelar o registro de companhia aberta parece estar intimamente ligado (i) à evolução normativa sobre o tema, que, como vimos, exigia até 2001 a realização de assembleia geral prévia, com participação de acionistas titulares de ações com e sem direito permanente de voto³⁷, e (ii) à realidade econômica subjacente a esse contexto normativo, tendo em vista que à época de sua elaboração (2001, para a Lei nº 10.303, e 2002, para a Instrução CVM nº 361) não era uma característica do mercado de capitais brasileiro a existência de companhias sem controlador definido.

Tanto é assim que a Comissão de Valores Mobiliários equipara frequentemente terceiros à pessoa do controlador, em diversos contextos e para vários fins. Sem entrar em todas as hipóteses, selecionamos duas situações em que a CVM fez e faz essa equiparação no contexto de ofertas públicas de aquisição de ações.

Alerta-se, desde já, que não cabe aqui qualquer debate sobre a competência da Comissão de Valores Mobiliários para regulamentar a matéria, tendo em vista haver disposição legal expressa, atribuindo-lhe essa função (artigo 21, § 6º, da Lei da CVM e artigo 4-A, § 4º, da Lei

³⁶ Nos termos do § 5º do artigo 4º da Lei das S.A.: “Terminado o prazo da oferta pública [...], se remanescerem em circulação menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia, a assembleia-geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4º, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6º do art. 44”.

³⁷ Nesse sentido, ver OLIVEIRA; TORRES; FIGUEIREDO (2017, pp. 238-239).

das S.A.), já que a atuação da Autarquia a que se alude a seguir não extrapola nem contraria o conteúdo do dispositivo legal³⁸.

Primeiro, a Instrução CVM nº 361/02 estabelece que se presume representando o mesmo interesse de outra pessoa quem seja promitente comprador do controle acionário da companhia objeto, *ex vi* seu artigo 3º, § 2º, alínea ‘b’.

Dessa forma, pode se argumentar que o ofertante em OPA para Aquisição de Controle é promitente comprador do controle acionário da companhia, já que sua oferta tem por objeto pelo menos uma quantidade de ações capaz de, somadas às suas ou de pessoas vinculadas, assegurar o controle da companhia aberta. Assim, estaria, pela própria regulamentação da CVM, equiparado às pessoas legitimadas do § 4º do artigo 4º da Lei das S.A., podendo lançar OPA para Cancelamento de Registro cumulada com OPA para Aquisição de Controle.

Segundo, a própria Comissão de Valores Mobiliários parece adotar, conscientemente ou não, essa linha de raciocínio, já que permitiu diversas vezes a combinação de OPA por Transferência de Controle (artigo 254-A da Lei das S.A.)³⁹ com OPA para Cancelamento de Registro, sem que tenha analisado se as transações de transferência de controle foram realizadas sob condição suspensiva ou resolutiva⁴⁰.

Ora, nas situações em que o controle é adquirido sob a condição suspensiva de realização da oferta prevista no artigo 254-A da Lei das S.A., não se caracteriza o adquirente como controlador até que se tenha consumado a transação, já que o Código Civil determina em seu artigo 125 que “subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa”.

Assim, o adquirente não é até então titular efetivo do poder de controle, ainda que possa ser equiparado para alguns fins ao controlador, situação que só se aperfeiçoa com a liquidação da oferta pública de aquisição de ações.

³⁸ Para uma síntese completa sobre a competência da CVM e o seu poder regulamentar ver LUCENA (2009, volume I, pp. 141-155).

³⁹ Sobre o assunto PRADO (2005).

⁴⁰ Analisamos as decisões do Colegiado referentes à aplicação do artigo 34 em combinação de OPA por Transferência de Controle com OPA para Cancelamento de Registro nos seguintes casos: Solae do Brasil Holdings S.A. (Proc. RJ2003/6507); Sifco S.A. (Proc. RJ2003/7470); Arcelor Brasil S.A. (Proc. RJ2007/1996); e Trafo Equipamentos Elétricos S.A. (Proc. RJ2007/3296).

É essa mesma equiparação entre adquirente iminente do controle e controlador que entendemos ser possível – e devida – para o ofertante em caso de combinação de OPA para Aquisição de Controle com OPA para Cancelamento de Registro.

Todavia, são necessários alguns cuidados para que a cumulação dessas ofertas seja conceitualmente harmônica e não cause na prática violação a direitos dos acionistas, como se verá no próximo capítulo.

4. MECANISMO DE UNIFICAÇÃO DE OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE COM OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO

A combinação de ofertas públicas de aquisição de ações está prevista no § 2º do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/02, que assim dispõe:

A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidade[s] de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.

Assim, são necessários dois requisitos: (i) possibilidade de compatibilização dos procedimentos das modalidades de OPA a serem unificadas; e (ii) ausência de prejuízo para seus destinatários.

No caso da análise do pedido de unificação de ofertas públicas de aquisição de ações visando à saída de segmento especial de listagem e ao cancelamento de registro da NET Serviços de Comunicação S.A. (Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5652), o Colegiado enfrentou conceitualmente o requisito de compatibilização de procedimentos, chegando à conclusão de que não necessariamente ela acarretaria a adoção dos critérios mais restritivos dentre os previstos para cada uma das modalidades.

Contudo, conforme anota HATANAKA (2016, p. 194), na prática:

de um modo geral, essa premissa é verdadeira, pois, quase sempre, a compatibilização significará a superposição de uma exigência adicional sobre um procedimento que não a contemplava originalmente. Ou seja, somam-se os requisitos e características das diferentes modalidades, de modo a cumprir com todas as regras e atender aos interesses de todos os envolvidos.

O Colegiado da CVM também se manifestou sobre o requisito de ausência de prejuízo para os destinatários no referido caso NET, tendo a Diretora-Relatora Ana Novaes sumarizado a questão da seguinte forma: “a análise sobre um pedido de unificação de OPA deve ser feita a partir da comparação da situação dos minoritários em um cenário em que as OPAs são conduzidas de modo independente e a situação dos minoritários caso fosse realizada a OPA unificada”.

HATANKA (2016, p. 197) traz à atenção, ainda, que o fato de haver algum atrito entre determinados pontos do procedimento não resulta necessariamente na inviabilização da unificação. Segundo ele, e concordamos, a norma fala na possibilidade de compatibilização e não na existência de procedimentos pronta e imediatamente passíveis de simples justaposição, sendo possível a realização de ajustes a um procedimento para torná-lo compatível ao outro.

Esse autor (*ibid.*) esclarece também que, no estudo do tema, não apurou qualquer hipótese concreta em que uma modalidade de OPA “ostentava características de tal forma contrastantes com as de outra que a aglutinação se tornou impossível”.

Com esses requisitos de guia, analisaremos então de que forma as modalidades de OPA para Aquisição de Controle e OPA para Cancelamento de Registro podem e devem ser compatibilizadas a fim de viabilizar sua unificação.

Tendo em vista o posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários no caso NET, entendemos que muitas das características podem ser facilmente justapostas, prevalecendo aquelas que coloquem os minoritários na mesma situação em que estariam na OPA realizada de forma independente.

Dessa forma, teríamos a seguinte composição de elementos em caso de cumulação de OPA para Aquisição de Controle com OPA para Cancelamento de Registro:

	OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE	OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO	UNIFICAÇÃO
Ações objeto	No mínimo, as ações faltantes para o controle	Todas as ações em circulação	Todas as ações em circulação
Registro	Apenas se envolver permuta	Sim	Sim
Instrumento para Determinação do Preço	Decisão do ofertante (porém o laudo é obrigatório se a oferta envolver permuta)	Laudo de avaliação elaborado por empresa especializada	Laudo de avaliação elaborado por empresa escolhida pelo ofertante
Revisão do Preço conforme o artigo 4-A da Lei das S.A.	Não aplicável	Disponível ao minoritário e o controlador pode desistir da OPA em caso de revisão do preço	Disponível ao minoritário e o controlador pode desistir da OPA em caso de revisão do preço

Como se vê, a OPA para Cancelamento de Registro, que é obrigatória e sujeita a registro na CVM, por sua própria natureza e razão de ser, apresenta requisitos mais protetivos, os quais deverão ser integralmente observados na combinação.

Contudo, há alguns outros elementos que não apresentam de forma imediata sua conciliação, já que não prevalecem uns sobre os outros, devendo de alguma forma coexistir. São eles:

	OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE	OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO
Ofertante	Qualquer acionista ou terceiro interessado	Companhia ou acionista controlador
Requisito de sucesso	Oferta condicionada, de forma irrenunciável, à aquisição de ações que assegurem ao ofertante mais de 50% das ações com direito permanente de voto	Concordância expressa ou adesão à oferta de no mínimo 2/3 dos acionistas habilitados a participar da oferta (credenciarem corretora)
Adesão entre 1/3 e 2/3 das ações em circulação	Ofertante pode comprar as ações de todos que aderirem	Controlador pode (i) comprar somente até 1/3 sem fechamento de capital ou (ii) desistir da oferta se o edital assim permitir

A nosso ver, a legitimidade do ofertante e o requisito de sucesso estão intimamente ligados.

A experiência mostra que, em regra, os ofertantes têm optado por não adotar um critério único de sucesso, de forma a permitir que uma das OPA combinadas tenha êxito, ainda que a(s) outra(s) não⁴¹. Essa independência é aceitável na maioria dos casos, sendo até exigível em alguns deles.

Por exemplo, se uma OPA para Cancelamento de Registro é cumulada com uma OPA por Aumento de Participação (§ 6º do artigo 4º da Lei das S.A.), faz sentido que os acionistas possam alienar suas ações no âmbito da oferta por redução de liquidez ainda que o cancelamento não tenha sucesso (ou seja, não se atinja a adesão de 2/3 das ações dos acionistas habilitados ou expressamente concordantes).

⁴¹ HATANAKA (2016, pp. 200-201) traz alguns exemplos, como as OPA do Banco Sudameris Brasil S.A., da Excelsior Alimentos S.A. e da Granóleo S.A.

Contudo, no caso da unificação de OPA para Aquisição de Controle com OPA para Cancelamento de Registro, essa independência teria o potencial de criar graves distorções.

Suponhamos que um terceiro venha a lançar referida oferta combinada para aquisição das ações da Acme S.A., que possui 100% das suas 1.000 ações emitidas, subscritas e integralizadas em circulação, todas com direito permanente de voto.

Imaginemos, ainda, que acionistas titulares de apenas 10 ações se habilitem para o leilão das ofertas cumuladas e, dentre eles, 7 adiram à oferta. A OPA para Cancelamento de Registro terá tido sucesso, já que mais de 2/3 das ações habilitadas aderiram (nesse caso, 70% > 66,67%), mas não a OPA para Aquisição de Controle, uma vez que não se alcançou ações suficientes para assegurar o controle.

Nesse cenário, um acionista que se tornou titular de apenas 0,7% do capital social total e votante da companhia foi capaz de fechar o seu capital. É bem verdade que, caso os demais acionistas não estivessem confortáveis com essa situação, poderiam – e talvez deveriam – ter feito o prognóstico desse possível resultado e se habilitado para o leilão.

Todavia, não parece ser essa uma solução razoável, já que cria para o ofertante uma facilidade excessiva de submeter os acionistas a um ônus que não faz parte da vida social ordinária. A situação se revela ainda pior (hipoteticamente) se imaginarmos um mercado maduro com participação de investidores de varejo, que não necessariamente têm os meios adequados de informação.

Um outro ponto, mais delicado, é a existência de direito de opção de venda contra o ofertante (*put option tail period*) no cenário apresentado. Segundo o artigo 10, § 2º, da Instrução CVM nº 361/02:

Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista **controlador**, pessoa a ele vinculada **ou a própria companhia**, que **vise à aquisição de mais de 1/3** (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, constará declaração do ofertante de que, **caso venha a adquirir mais de 2/3** (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor [...]

Assim, há três requisitos para a obrigatoriedade do *tail period* regulamentar, a saber (i) que a OPA seja formulada pelo controlador, pessoas a ele vinculadas ou pela própria companhia; (ii) que a oferta tenha por objeto mais de 1/3 das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação; e (iii) que sejam efetivamente adquiridos mais de 2/3 dessas ações no leilão da OPA.

É inquestionável que o requisito ‘ii’ resta atendido, já que a OPA para Cancelamento de Registro, que visa à totalidade das ações em circulação, tem por objeto mais de 1/3 dessas ações.

Parece claro, porém, que o requisito ‘iii’ não foi atendido já que seria necessário adquirir pelo menos 667 ações para que a aquisição represente mais de 2/3 das ações em circulação nesse cenário (em que todas as 1.000 ações estão em circulação)⁴².

Por fim, o quesito ‘i’ se mostra incompatível com o cenário narrado, já que diz respeito a oferta lançada pelo controlador ou pela própria companhia, o que não foi o caso. Por um lado, sua aplicação inicial imediata indicaria que não foi atendido, mas esta parece ser uma das hipóteses em que claramente o regulador quis que os acionistas tivessem a possibilidade de liquidez posterior à oferta. Do contrário, restariam reféns da nova situação da companhia, cujas ações não mais dispõem de liquidez no mercado, tendo em vista o fechamento do capital.

Um pessimista poderia dizer que esse seria um fator significativo para indicar a impossibilidade da combinação de OPA para Aquisição de Controle com OPA para Cancelamento de Registro, já que causaria prejuízo aos destinatários da oferta. Contudo, essa não é a única solução.

⁴² Não se deve confundir o conceito de ações em circulação utilizado para aferição do sucesso da OPA para Cancelamento de Registro (ações de titulares habilitados no leilão ou concordantes expressos, nos termos do artigo 16, II, da Instrução CVM nº 361/02), exclusivo para esse fim apenas, com o conceito geral de ações em circulação (todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria, nos termos do artigo 4-A, § 2º, da Lei das S.A.), que foi melhor quantificado na jurisprudência da CVM, que criou um cálculo sistematicamente utilizado pela Autarquia para a determinação desse valor, levando em consideração fatores como aumentos de capital, bonificações, operações com as próprias ações, resgate, amortização e reembolso, dentre outros.

A nosso ver, para a unificação de ofertas proposta, tudo concorre para que sejam observadas simultaneamente e de forma irrenunciável as condições de sucesso de cada uma das modalidades⁴³.

Assim devem ser condições de sucesso necessárias e obrigatórias de uma eventual OPA combinada para aquisição de controle e para cancelamento de registro, sem que seja possível a independência do resultado do fechamento do capital⁴⁴: (i) a aquisição de ações que assegurem ao ofertante mais de 50% das ações com direito permanente de voto; e (ii) a concordância expressa ou adesão à oferta de no mínimo 2/3 dos acionistas habilitados a participar da oferta.

Dessa forma, reconciliam-se tanto problemas de ordem conceitual (legitimidade do ofertante) quanto de ordem prática (conforme nosso exemplo do *tail period*), alcançando-se uma solução ideal que harmoniza os interesses envolvidos e reduz os custos de transação.

Finalmente, é preciso conciliar a situação em que são adquiridas entre metade e dois terços das ações. Entendemos que o artigo 15 da Instrução CVM nº 361/02⁴⁵ é inaplicável à hipótese, já que a oferta não é originalmente formulada por pessoa que seja o controlador, pessoa vinculada ou a própria companhia, especialmente tendo em vista que o objetivo da norma aqui é o enxugamento da liquidez na presença de um controlador, detentor de grande bloco de ações, inexistente na companhia de capital disperso ou pulverizado.

⁴³ Apesar disso, vislumbramos a possibilidade de unificação de três modalidades de OPA de forma a permitir a renúncia da condição de controle, ao combinar OPA voluntária simples, para aquisição de controle e para cancelamento de registro. Nesse caso, contudo, não poderiam ter sucesso apenas a oferta para cancelamento sozinha ou apenas esta juntamente à voluntária simples. As únicas combinações possíveis são: (i) sucesso das três ofertas; (ii) sucesso da oferta para aquisição de controle, que já abarca também o sucesso da oferta voluntária simples; e (iii) sucesso apenas da oferta voluntária simples.

⁴⁴ Não vemos óbice, todavia, a que seja adquirido o controle sem o atingimento do fechamento do capital, se assim desejado e previsto no edital pelo ofertante.

⁴⁵ *Verbis*: “Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, o ofertante somente poderá: I - adquirir até 1/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes [...]; ou II - desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 das ações em circulação”.

Não há, com a não aplicação do referido dispositivo, qualquer prejuízo aos acionistas já que se encontrariam na mesma situação caso se tratasse de uma OPA simples para aquisição de controle.

Alternativamente, caso a CVM entenda ser, no plano conceitual, caso de incidência da norma (por ser o adquirente um controlador iminente), defende-se a dispensa dessa formalidade, nos termos do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/02, conforme já deferido pela Autarquia em casos de cumulação de OPA para cancelamento de registro com OPA para saída de segmento especial de listagem da B3⁴⁶.

Ante o exposto, ficou evidente que é perfeitamente possível a combinação de OPA para Aquisição de Controle com OPA para Cancelamento de Registro, tanto no plano conceitual quanto no terreno prático, ao contrário do manifestado pela SRE no seu ofício enviado à Kepler Weber em 2017, desde que atendidos alguns cuidados, como a observância simultânea de suas condições de sucesso.

⁴⁶ A respeito, ver HATANAKA (2016, pp. 202-212).

5. ESTRUTURAS ALTERNATIVAS

Antes de concluir o trabalho, mencionaremos – brevemente e de forma exemplificativa – algumas estruturas alternativas à combinação de OPA para Aquisição de Controle com OPA para Cancelamento de Registro, a que seriam forçados adquirentes de controle que tenham interesse no fechamento do capital, caso a CVM entenda pela impossibilidade da unificação das ofertas.

Talvez a mais óbvia delas seja a realização de uma oferta seguida da outra. Contudo, nesse caso, é preciso uma série de cuidados na elaboração dos instrumentos de OPA para que se maximizem as chances de satisfação dos objetivos do ofertante. E foi exatamente isso o que fez o assessor jurídico nas ofertas da Tempo Participações S.A. lançadas em 2016 e 2017⁴⁷. Dentre os cuidados tomados, podem se mencionar: (i) a limitação das ações objeto da primeira oferta ao mínimo regulamentar para aquisição do controle, a fim de que não houvesse uma redução excessiva da base acionária que dificultasse o sucesso da oferta posterior de cancelamento; (ii) o anúncio, desde o início, da realização de ambas as ofertas; e (iii) a preparação de laudo segundo o critério de preço de justo já para a primeira oferta.

Outra estrutura possível é o lançamento de OPA para Aquisição de Controle seguida da incorporação da companhia (ou de suas ações) em sociedade fechada⁴⁸, aprovada pelo novo controlador, aplicando-se o recesso⁴⁹ previsto no artigo 223, § 4º, da Lei das S.A.⁵⁰ Essa alternativa pode se mostrar menos benéfica ao acionista minoritário, já que não lhe é assegurado o critério do preço justo nem a possibilidade de revisão do seu cálculo, como ocorre na OPA para Cancelamento de Registro.

⁴⁷ Ver OLIVEIRA; TORRES; FIGUEIREDO (2017, pp. 240-241).

⁴⁸ Sobre o tema em geral, ver SIQUEIRA (2010, pp. 210ss), inclusive sobre a desnecessidade de realização de oferta pública de aquisição de ações.

⁴⁹ Sobre a inaplicabilidade do direito de recesso nas operações de incorporação de ações e a ausência de ilícito decorrente da não obtenção de registro de companhia aberta, ver EIZIRIK (2005, p. 339ss).

⁵⁰ Ainda sobre o assunto, ver Processo Administrativo CVM RJ2005/5203 (j. 24/08/2005) e, da 4ª Câmara do Tribunal de Justiça de São Paulo, AC 219385-4/2 (j. 26/06/2008).

Uma outra possibilidade seria o interessado proceder diretamente à incorporação da companhia alvo (ou de suas ações) em sociedade fechada, o que exigiria a deliberação da operação pelos acionistas da *target* em assembleia geral⁵¹.

Em todo caso, o regime de unificação de oferta pública de aquisição de ações parece ser, tudo mais constante, o que mais apresenta vantagens tanto para o ofertante (que tem maior controle e segurança sobre o processo, além de menores custos) quanto para os acionistas da companhia alvo (que são protegidos pelo regime informacional, regulatório e fiscalizatório estabelecido pela Comissão de Valores Mobiliários especificamente para ofertas desse tipo).

⁵¹ Ver notas de rodapé 47 a 49.

CONCLUSÃO

Ante o exposto, o presente trabalho visou a demonstrar a possibilidade jurídica plena de combinação de OPA para Aquisição de Controle e para Cancelamento de Registro, avaliando seu conteúdo no plano conceitual e seus efeitos práticos de aplicação.

Como vimos, não há nada no regime legal ou regulamentar que impeça a unificação dessas duas modalidades de oferta. Pelo contrário, esse tipo de procedimento se alinha com os objetivos perseguidos pelas normas relevantes a essa matéria, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de controle de companhias abertas (*market for corporate control*), para a maior eficiência da gestão de companhias abertas e para o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro como um todo.

Assim, entendemos que a área técnica da CVM (SRE) deveria rever seu posicionamento sumariamente manifestado em ofício enviado à Kepler Weber (até porque enviou um sinal claro para o mercado sobre a impossibilidade desse tipo de combinação de oferta, para muito além do caso específico da transação envolvendo essa companhia), e que, caso a matéria chegue algum dia ao Colegiado dessa Autarquia, o referido entendimento deveria ser revertido.

Compreendemos a posição conservadora da SRE, potencialmente embasada em justa preocupação com direitos importantes dos acionistas. Contudo, conforme expusemos, acreditamos haver mecanismos mais adequados de reconciliação dos interesses envolvido, que não consistem na proibição da unificação.

REFERÊNCIAS

ARMOUR, John; KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry (et al). **The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach**. Third Edition. Oxford: Oxford University Press, 2017.

AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. **A oferta pública para aquisição de controle sob a perspectiva da companhia aberta ofertante**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

BRANCO, Adriano Castello. **Breves Notas sobre Ofertas Públicas de Ações no Direito Brasileiro e Governança Corporativa**. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). **Direito Societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações**. São Paulo: Saraiva, 2013.

BULHÕES, Carlos Eduardo. **Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas**. **Revista de Direito Bancário de do Mercado de Capitais**. Volume 23, jan-mar/2004. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. Comentada**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. **A dispersão acionária e o desaparecimento da figura do controlador**. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de direito empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Oferta Pública de Aquisição de Ações**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Sociedades Anônimas**. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). Tratado de Direito Empresarial. Volume III. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JR., Walfrido Jorge. **Poderes de Controle no Âmbito da Companhia**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JR., Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Coord.). Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CHINAGLIA, Olavo Zago. **Poder de Controle, Influência Significativa e Influência Relevante: breves anotações sobre a interface entre o Direito Societário e o Direito da Concorrência**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

COUTINHO, Leticia de Faria Lima. **Aquisição de Controle de Companhia de Capital Pulverizado**. Coimbra: Almedina, 2013.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 2ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 3ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **Incorporação de Ações. Inaplicabilidade do artigo 223, §§ 3º e 4º, da Lei das S.A. Inexistência de ilícito civil ou administrativo caso a companhia não abra seu capital**. In: EIZIRIK, Nelson. Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **29 Nw. J. Int'l L. & Bus.** 439 (2009).

HATANAKA, Alex S. Apontamentos sobre a unificação de Ofertas Públicas de Aquisição de Ações. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. Volume 1, maio/2015. São Paulo: Almedina, 2016.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação**. Rio de Janeiro: Renovar, 1995.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). **Direito das Companhias**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das sociedades por ações anotada**. 5ª edição. São Paulo: Societatis Edições, 2017.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. **Oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta**. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v.2.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas: comentários à lei**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Transferência de Controle nas Companhias sem Controlador Majoritário**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OLIVEIRA, Joaquim; TORRES, Luciana de Castro Mares; FIGUEIREDO, Thenard Antunes. **OPA para Aquisição de Controle Cumulada com Cancelamento de Registro: uma análise de sua viabilidade**. In: HANSZMANN, Felipe (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*, Volume II. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017.

PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de Direito Empresarial*. Volume VI. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

PELLINI, Patrícia. Controle minoritário (capital difuso). In: IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança corporativa: estrutura de controles societários**. São Paulo: Saint Paul Editora – Saraiva, 2009. Apud: PENNA, Paulo Eduardo. *Oferta pública de aquisição de controle de companhias abertas*. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PENNA, Paulo Eduardo. **Oferta pública de aquisição de controle de companhias abertas**. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A.** São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SCHAUER, Frederick F. **Thinking like a lawyer: a new introduction to legal reasoning**. Cambridge (EUA): Harvard University Press, 2009.

SILVA, Carlos Alexandre Lobo e. **A Evolução da Aquisição de Controle de Companhias Abertas no Brasil**. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). *Direito Societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: Oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010.