

Carta/AMEC/Presi nº 10/2018

São Paulo, 15 de agosto de 2018.

Ilmo. Sr.  
Marcelo Santos Barbosa  
Presidente - Comissão de Valores Mobiliários - CVM  
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro.  
Rio de Janeiro, RJ 20159-900  
pte@cvm.gov.br

CC:

Henrique Machado, Diretor - CVM, [dhm@cvm.gov.br](mailto:dhm@cvm.gov.br)  
Pablo Waldemar Renteria, Diretor - CVM, [dpr@cvm.gov.br](mailto:dpr@cvm.gov.br)  
Gustavo Machado Gonzalez, Diretor - CVM, [dgg@cvm.gov.br](mailto:dgg@cvm.gov.br)  
Gustavo Tavares Borba, Diretor - CVM, [dgb@cvm.gov.br](mailto:dgb@cvm.gov.br)

**Ref: Problemas em OPAs e Laudos de Avaliação**

Prezados Senhores,

1. É com satisfação que a Associação de Investidores no Mercado de Capitais – Amec – dirige-se mais uma vez à CVM com o objetivo de contribuir com as práticas que afetam nosso mercado de capitais. Nesta oportunidade, trazemos ao regulador comentários inspirados em dois casos atualmente em andamento: CPFL Renováveis e Eletropaulo. Como veremos ao longo dessa correspondência, os casos, embora diferentes entre si, apontam para problemas e oportunidades convergentes, e que tocam em pontos reiteradamente levantados pela Amec.
2. **Primeiramente, registramos a boa aceitação pela maioria dos nossos associados da postura da CVM - inicialmente da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e posteriormente do próprio Colegiado, notadamente através do voto do Presidente Marcelo Barbosa - na discussão do Processo 19957.001656/2017-25.**

3. Sem fazer um julgamento de mérito sobre o caso, foi muito interessante ver a CVM executar um trabalho de grande diligência na avaliação de uma justificativa de preço para uma operação de mercado, especialmente a análise crítica do laudo de avaliação que foi apresentado pelos ofertantes.
4. A Amec, desde a sua fundação, reiteradamente alerta para o fato de que laudos de avaliação podem ser utilizados simplesmente para referendar valores previamente determinados, corrompendo os mandamentos legais e regulamentares que tratam de ofertas a “preço justo” ou “igualitário”. Com a decisão em comento, a CVM estabelece definitivamente sua prerrogativa de lançar um olhar crítico sobre tais avaliações.
5. Neste sentido, fazemos referência aos artigos [A Maioria da Minoria](#) (dezembro/2013) e [Para que servem os laudos](#) (junho/2014)
6. Não obstante, no seu voto condutor, o Presidente Marcelo Barbosa alerta para um fato crucial de nosso arcabouço regulatório: a falta de regras para avaliadores e, conseqüentemente, de instrumentos para que a CVM possa vir a responsabilizar aqueles que porventura tenham agido com má fé na elaboração desses instrumentos. É, de fato, patente a ausência de punições por ação ou omissão de avaliadores em qualquer tipo de ofertas envolvendo valores mobiliários no Brasil. Trata-se de uma lacuna que precisa ser preenchida.
7. **A Amec considera ser de suma importância a criação de um arcabouço regulatório para a atividade de avaliação de ativos para todos os fins regulados pela CVM.**
8. Somente assim será possível assegurar que todos os *stakeholders* tenham os seus direitos plenamente preservados e que, em casos de desvios, os avaliadores sejam de fato responsabilizados pelos seus atos, como previsto no artigo 8º, Parágrafo 6º da Lei 6.404/76. Aliás, entendemos que as responsabilidades ali expressas devem ser estendidas a todos os laudos referenciados por tal diploma legal, e da mesma forma devem ser aplicados aos laudos requeridos pela CVM.
9. Não obstante, e compreendendo a dificuldade da matéria e o grau de subjetividade que pode envolver uma avaliação de ativos, há de se ter em vista que a via principiológica pode ser uma melhor opção para a concepção de tal arcabouço regulatório, razão pela qual **sugerimos a criação de um grupo de trabalho que envolva, além da CVM, a Anbima e outras entidades de mercado que possam colaborar no assunto.** Desde já a Amec se voluntaria para participar de tal empreendimento.
10. Outra ideia debatida em nossos órgãos internos foi **a valorização do CAF como órgão que possa atuar de fato como gatekeeper da disciplina de avaliação.** Para isso, seria necessária uma reformulação do seu papel no mercado, um reforço do seu convênio com a CVM, e um

comprometimento mais agudo por parte das instituições que atuam no segmento de avaliações de empresas, ativos e ofertas públicas em geral.

11. Ainda que tal conceito tenha ficado implícito na decisão da CVM, entendemos ser necessária uma **orientação da autarquia ao mercado, no sentido de que ela não apenas pode, como tem o dever de rejeitar o registro de OPAs obrigatórias apresentadas com valores injustos ou não igualitários**, especialmente em casos de alienação indireta do controle. Nesse sentido, ainda que não caiba a CVM estipular um preço mínimo para uma transação, é importante ficar claro que não se trata simplesmente de reapresentar uma justificativa para um determinado número apresentado, mas sim de alterá-lo caso ele seja baseado em premissas e metodologias consideradas inadequadas.
12. No mesmo diapasão, e não necessariamente estamos dizendo que seja esse o caso em tela, nossos associados manifestam preocupação com um potencial incentivo regulatório para que ofertantes “tentem” apresentar OPAs obrigatórias com preços significativamente abaixo do que seria justo ou igualitário. Se der certo, o ofertante se beneficia. Se der errado, o pior que pode acontecer é a postergação da oferta. Neste sentido, **consideramos que a CVM deva ter como norma abrir processo administrativo sancionador contra ofertantes que tentem apresentar ofertas grosseiramente subavaliadas, por conta dos prejuízos que tal estratégia gera a todos os acionistas minoritários**. Um exemplo seria utilizar o dobro do percentual previsto no Item XIII.d do Anexo III da ICVM 361/02 como critério para definição do erro grosseiro (20%).
13. Também na mesma linha, fazemos referência à Carta Presi 17/2015, na qual alertávamos o regulador para a demora excessiva de determinadas OPAs. Casos recentes demonstram mais uma vez tal demora. **Para minorar os atrasos na efetivação de OPAs obrigatórias, entendemos ser cabível uma reflexão sobre os processos administrativos envolvidos, além de, mais uma vez, a adoção de punições para ofertantes que protelem suas ofertas excessivamente**.
14. Por último, nossos associados entenderam, pela leitura da decisão do Colegiado no processo em tela, que no caso específico da alienação indireta de controle, na forma do Artigo 29, Parágrafo 6º, Inciso II da Instrução CVM 361/02, **o cliente do laudo é a CVM**, o que transfere a esta a palavra final sobre a aceitação do mesmo. Tal conceituação traz uma relação fiduciária muito diferente no processo, legitimando a CVM, de forma muito mais direta e objetiva, a solicitar ajustes para que o mesmo lhe seja aceitável.
15. Feitos os comentários relativos a ofertas com laudos de avaliação, passamos a tratar da problemática das OPAs para aquisição de controle.
16. Como pudemos acompanhar no caso Eletropaulo, trata-se de transação pouco usual no nosso mercado de capitais – mas que tem o potencial de crescer em importância conforme o mercado amadurece. É fundamental que nosso arcabouço regulatório esteja pronto para situações como esta.
17. Todavia, o que vimos no caso foi uma insegurança em relação ao processo. Em determinado momento, todos os participantes envolvidos gostariam que ocorresse um leilão livre pelo controle

da empresa com o objetivo de maximizar seu valor para todos os acionistas. Não foi o que observamos. Enfrentamos antinomias e anacronismos incluídos na ICVM 361, que deixaram claro o que para a Amec é a principal mensagem desta carta:

**18. É URGENTE UMA REVISÃO INTEGRAL DA ICVM 361/02.**

19. O normativo é um dos mais importantes da CVM, e teve uma função histórica absolutamente crucial, juntamente com suas antecessoras 229/95, 299/99 e 345/00. No entanto, há de se convir que, com 16 anos de existência, é chegada a hora de uma atualização completa – e não apenas pontual.
20. Nos parece incompatível com o objetivo da CVM de reduzir o custo de observância da regulação que uma norma regulatória leve a uma solução pior para todas as partes envolvidas.
21. Mais especificamente, entendemos que **é chegado o momento de uma reflexão profunda sobre os papéis dos Artigos 254-A e 257 da Lei 6.404/76 na proteção dos acionistas minoritários.** Preliminarmente, é notório que a regulação das ofertas pelo Artigo 257 está muito deficiente na ICVM 361/02. Esta é a primeira lição do caso Eletropaulo.
22. A reflexão que ora propomos é darmos um passo atrás e analisar o objetivo de ambos os artigos, qual seja, assegurar que todos os acionistas sejam tratados de forma igualitária (esquecendo, por um momento, a diferença casuística no preço da OPA do 254-A, introduzida pela Lei 10.303/01). Neste sentido, entendemos que uma oferta de aquisição do controle direcionada a todos os acionistas traga muitas vantagens em relação à oferta mandatária do Artigo 254-A. Ela abre ainda a possibilidade de uma empresa sofrer uma aquisição, mas não ser “condenada” a fechar o seu capital, como ocorre no regime do 254-A. Foi nesta linha que nos manifestamos junto à B3, por ocasião da reforma do Novo Mercado, através da Carta Presi 11/2016<sup>1</sup>:

*A Amec aplaude o advento da “OPA 30” como forma de mitigar as dificuldades práticas de implementação das ofertas de tag along. Contudo, ela não resolve inteiramente o problema. No nosso entendimento, é importante que sejam dados estímulos às trocas de controle através da realização de OPAs, na forma do Artigo 257 da Lei 6.404/76. É importante entender quais os obstáculos que fazem que o dispositivo seja pouco utilizado, em favor das aquisições diretas de ações dos acionistas controladores, seguido de OPA para 100% do free float. A Amec entende que o cenário ideal é que todas as aquisições de ações de controle sejam feitas na forma do Artigo 257. É possível que o Regulamento dos Segmentos Especiais possa estimular a prática, eliminando por exemplo a necessidade de ofertas adicionais em caso de realização de operações que sigam o Artigo 257. O conceito fundamental é que a aquisição proporcional de ações de todos os acionistas – controladores ou minoritários – é a forma mais eficaz de garantir a equidade dos segmentos especiais – sem dúvida seu maior valor. Em outras palavras, é o que garante que 1% = 1%.*

23. Propomos ampliar o debate que lançamos naquela época, no âmbito de uma reforma da ICVM 361/02 e, quiçá, da Lei 6.404/76.

<sup>1</sup> <https://www.amecbrasil.org.br/cartaamecpresi-n-112016/>

24. Mudar o foco da proteção do acionista do Artigo 254-A para o Artigo 257 traria ainda o benefício de diminuir (embora não eliminar) as discussões a respeito da ocorrência de “alienação” ou “aquisição” do poder de controle.
  
25. Finalizando, sintetizamos abaixo as principais conclusões que a Amec traz à CVM como resultado das reflexões decorrentes dos casos em epígrafe:
  - a. Congratular o Colegiado e a Superintendência de Registros por sua atuação firme e tempestiva no Processo 19957.001656/2017-25.
  - b. Propor a criação de um grupo de trabalho envolvendo CVM, Anbima, Amec e outras entidades para discutir a criação de um arcabouço regulatório para a atividade de avaliação de empresas que possibilite, inclusive, a punição de avaliadores em caso de inobservância das regras estabelecidas.
  - c. Refletir sobre a valorização do CAF como órgão capaz de trazer uma visão principiológica para a disciplina das OPAs e avaliação de empresas e ativos, de forma muito mais ampla do que o convênio hoje existente entre CVM e CAF. Neste processo, assegurar mecanismos para que a abordagem principiológica do CAF seja de fato observada.
  - d. Deixar claro o poder da CVM de solicitar novas justificativas, bem como o dever de rejeitar preços que não atendam aos princípios legais.
  - e. Adotar a prática de punir ofertantes que lancem ofertas a preços substancialmente inferiores ao devido, independentemente do direito dos acionistas pleitearem nas esferas adequadas a recomposição dos prejuízos suportados em decorrência da controvérsia e da demora em sua efetivação.
  - f. Rever seus processos internos que permitem que OPAs demorem meses ou anos para serem efetivadas, punindo ofertantes que protelem a execução da oferta.
  - g. Deixar claro que nos casos em que solicitar laudos nos termos do Artigo 29, Parágrafo 6º, Inciso II da Instrução CVM 361/02, o cliente do laudo é a CVM, conferindo a esta a palavra final sobre a sua aceitação.
  - h. Refletir sobre os papéis dos Artigos 254-A e 257 da Lei 6.404/76 na proteção dos acionistas minoritários, e ajustar os normativos da CVM de forma a estimular as ofertas segundo o último dispositivo mencionado.

26. E, como recomendação-síntese da presente correspondência:

**Dar início a um processo global de revisão do regime de ofertas públicas no Brasil, através da edição de uma “Nova 361”, devidamente debatida com o mercado.**

Atenciosamente,

MAURO RODRIGUES DA CUNHA  
Presidente Executivo