

COMENTÁRIOS À DISCIPLINA NORMATIVA DA OFERTA
PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES ESTABELECIDADA PELA
INSTRUÇÃO CVM Nº 361, ALTERADA PELA DE Nº 487,
DE 25 DE NOVEMBRO DE 2010

NEWTON DE LUCCA

ILENE PATRÍCIA DE NORONHA NAJJARIAN

Um encargo tão difícil quanto honroso. Porque o homem, esse ser tão misterioso quanto desconhecido, tão paradoxal quanto imprevisível, jamais se encaixa num amontoado de palavras. Não se comporta em nenhuma gigantesca enciclopédia. E, como já observara Clarice Lispector, as palavras não são coisas. Não são paredes impermeáveis. Não se prestam a prender a dimensão insondável e etérea da alma. Mais fácil seria falar de um gesto, de uma linha específica de comportamento, ... ou deste livro, no qual o autor se revela por inteiro, querendo esconder-se por detrás do frio e impessoal discurso acadêmico.

(Professor Osmar Brina Corrêa-Lima)¹

I – CONSIDERAÇÕES INTRODUTÓRIAS

Além de aturados, são numerosos os estudos a respeito da oferta pública de aquisição de ações, tanto no direito brasileiro quanto no âmbito do direito comparado², fazendo-se necessária, destarte, ~~uma~~ ^{uma} explicação preliminar acerca do porquê da escolha de tão tormentoso tema e da simplicidade com que ele será tratado, nas linhas que se seguem, em contraste com a envergadura intelectual do eminente Professor Osmar Brina Corrêa-Lima, tão justamente

-
- 1 Apresentação ao livro *Documento eletrônico – aplicação e interpretação pelo poder judiciário*, Curitiba: Juruá, 2007, autoria de Leonardo Netto Parentoni.
 - 2 No plano do direito comparado, cf., entre tantos: Paulo Câmara, *O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no direito português*, in Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlados, coordenação de Walfrido Jorge Wardé Jr., São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 387/444; Jorge de Brito Pereira, *A OPA obrigatória*, Coimbra: Livraria Almedina, 1998; Niccolò Abriani, *OPA incrementale, OPA sucessiva ed esenzione delle operazioni intragrupo*, GC, 1994, pp. 107-115; Pierre Bézard, *Les Offres Publiques d'Achat*, Paris: Masson, 1982; Carlos Cardenas Smith, *Regimen Jurídico de las Ofertas Publicas de Adquisición*, Madrid: Civitas, 1993; Renzo Costi, *Operazioni intragrupo e OPA obbligatoria*, GC, 1993, pp. 65-69; Michel Fleuriet, *Les OPA en France*, Paris: Dalloz, 1991; François Malan, *Les Offres Publiques d'Achat – L'Experience Anglaise*, Paris: LGDJ, 1969. Na doutrina nacional, cf., Fábio Konder Comparato, *Novos*

homenageado na presente obra coletiva. Esse mesmo contraste desponta inevitável – era escusado dizê-lo – em relação à mole dos referidos trabalhos existentes sobre a matéria, de espectro inegavelmente mais abrangente e de profundidade muito mais acentuada do que a modesta reflexão que ora se dá à estampa.

Os autores sentiram-se tentados a tratar, uma vez mais, da oferta pública de aquisição de ações, quer pela extrema complexidade de seu edifício normativo, bastando lembrar as várias Diretivas da União Europeia³; quer, igualmente, pela acesa polêmica ainda existente a respeito da matéria, desde as inolvidáveis discussões introduzidas por Berle e Means, no passado, nos Estados Unidos da América, até o debate ainda hoje subsistente entre Bernard Black e J. Coffé, naquele mesmo país; quer, finalmente, no âmbito da doutrina pátria, pela diversidade de posições dos juristas de nossa mais autorizada doutrina, tais como: Fábio Konder Comparato, Modesto Carvalhosa, Nelson Eizirik e Calixto Salomão Filho, para ficar apenas nos exemplos mais significativos.

A par de tal circunstância, é inegável existir vasta massa de acionistas minoritários, de um lado, e considerável grupo de controladores, de outro, todos justamente interessados na melhor solução possível para seus legítimos interesses, máxime daqueles que, mesmo sócios de um patrimônio comum, se acham inteiramente excluídos de adequada proteção normativa. Tal aspecto, por si só, como não poderia deixar de ser, também terá motivado os autores do presente texto a tecer algumas considerações a respeito, não obstante a extrema singeleza das mesmas.

Se é certo que nada se terá trazido de efetivamente novo ao que já se escreveu sobre as OPAs no passado, também é certo que os autores já se sentirão devidamente recompensados se lograrem chamar a atenção para uma

Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial, Rio de Janeiro: Forense, 1982; Modesto Carvalhosa, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, Rio de Janeiro: IBMEC, 1979; Roberta Nioac Prado, *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – Tag Along*, São Paulo: Ed. Quartier Latin, 2005; Luiz Leonardo Cantidiano, *Sociedade Anônima*, Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007; Frederico Augusto Monte Simionato, *Considerações sobre TAG ALONG e direito societário brasileiro*, RDM vol. 153/154, jan/jul 2010, pp. 25/35; entre outros.

3 Cf. Diretiva nº 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários, disponível em http://eurlex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=pt&type_doc=Directive&an_doc=2004&nu_doc=25, acessado em 9.3.2011.

problemática para a qual o legislador pátrio e a Comissão de Valores Mobiliários ainda tentam aportar melhores subsídios. A recentíssima Instrução nº 487 daquela entidade bem demonstra essa preocupação de que se encontre o mais adequado caminho para todos os que, direta ou indiretamente, participam das vicissitudes do mercado de valores mobiliários no Brasil, sejam acionistas controladores; sejam acionistas minoritários com ou sem direito a voto; sejam, ainda, os empregados das companhias abertas; sejam, por derradeiro, os consumidores interessados num sistema concorrencial transparente e justo.

Vivemos hoje no mundo das organizações e, como sabido, a CVM já havia regulado anteriormente a matéria com a edição da Instrução nº 361, de 5 de março de 2002, recentemente alterada pela Instrução nº 487, de 25 de novembro de 2010, trazendo para o direito brasileiro algumas inovações de relevo. Parece ter despontado, na linha de frente das preocupações daquela autarquia, maior transparência e nitidez ao mercado, reduzindo a assimetria de informação que ainda subsiste entre o ofertante e a companhia objeto da oferta pública de aquisição de ações.

Conforme será mostrado a seguir, logo após um breve esboço histórico do instituto – a nosso ver indispensável para que se possa avaliar devidamente a evolução ocorrida na retrorreferida preocupação com a ampla transparência e maior nitidez ao mercado –, desde o início das OPAs, até os dias atuais, vem a CVM procurando facilitar a aquisição de controle acionário por meio de tal instituto.

Escusava-se reproduzir as considerações já feitas pelos autores em oportunidade anterior⁴ no sentido de apresentar uma justificativa para a escolha do presente tema, bastando invocar a dinâmica inerente à matéria, ora inquestionavelmente demonstrada pelo advento da referida Instrução CVM 487/10.

É desnecessário repetir, igualmente – e os autores o fazem sem nenhuma falsa modéstia –, que as considerações subseqüentes se acham em evidente contraste com os trabalhos de larga envergadura que já foram produzidos sobre o instituto.

4 Cf. *A Oferta Pública de Aquisição de Ações*, in *Direito Societário: gestão e controle*, Maria Eugênia Reis Finkelstein e José Marcelo Martins Proença (coords), São Paulo: Saraiva (série GVlaw), 2008, pp. 23 a 71.

Convém esclarecer, inicialmente, inexistir uma definição prévia de quem vem a ser o destinatário da proposta da Oferta Pública de Aquisição de Ações. Trata-se, por isso mesmo, de declaração *in incertam personam*, o que não significa serem os destinatários todas as pessoas, mas, sim, uma determinada categoria delas, com interesses definidos. Essas pessoas poderão, eventualmente, ser encontradas num círculo bastante restrito ou constituírem apenas um pequeno grupo.

Lembre-se, de passagem, o modo pelo qual vem a ser formulada a oferta: dá-se ela mediante anúncio dirigido indiscriminadamente a pessoas que sejam titulares de ações com direito a voto de determinada companhia. A oferta pública de aquisição de ações faz-se, portanto, por intermédio de editais e de prospectos que objetivam alcançar o conjunto dos possíveis acionistas interessados. Frise-se, desde logo, que o ofertante se obriga a manter firme e boa a proposta dentro de determinado prazo, estando implícita a renúncia ao direito de revogação, vinculando-o, portanto, ao longo de todo o tempo.

II - BREVE ESCORÇO HISTÓRICO DO INSTITUTO

Vale a pena fazer-se, ainda que meramente de passagem, breve histórico da legislação brasileira. O primeiro diploma legal que cuidou da matéria foi a Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1975, que, em seu art. 21, assim dispôs:

Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19:

I - o registro para negociação na bolsa;

II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

§ 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.

§ 2º O registro do art. 19 importa registro para o mercado de balcão, mas não para a bolsa ou entidade de mercado de balcão organizado.

§ 3º São atividades do mercado de balcão não organizado as realizadas com a participação das empresas ou profissionais indicados no art. 15, incisos I, II e III, ou nos seus estabelecimentos, excluídas as operações efetuadas em bolsas ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado.

§ 4º Cada Bolsa de Valores ou entidade de mercado de balcão organizado poderá estabelecer requisitos próprios para que os valores sejam admitidos à negociação no seu recinto ou sistema, mediante prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 5º O mercado de balcão organizado será administrado por entidades cujo funcionamento dependerá de autorização da Comissão de Valores Mobiliários, que expedirá normas gerais sobre:

I - condições de constituição e extinção, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento;

II - exercício do poder disciplinar pelas entidades, sobre os seus participantes ou membros, imposição de penas e casos de exclusão;

III - requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos administradores e representantes das sociedades participantes ou membros;

IV - administração das entidades, emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas entidades ou seus participantes ou membros, quando for o caso.

§ 6º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando:

I - casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados;

II - informações e documentos que devam ser apresentados pela companhia para a obtenção do registro, e seu procedimento.

III - casos em que os valores mobiliários poderão ser negociados simultaneamente nos mercados de bolsa e de balcão, organizado ou não. [...]

Art. 21-A. A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas aplicáveis à natureza das informações mínimas e à periodicidade de sua apresentação por qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante.

Alguns dias depois, precisamente no dia 15 daquele mesmo mês e ano, veio a lume a Lei nº 6.404, cujo art. 254 prescreveu:

Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.

§ 2º Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública.

§ 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta.

Em nível infralegal, o primeiro documento a tratar do tema foi a Resolução CMN nº 401, de 22 de dezembro de 1976, tendo o seu inciso II fornecido a seguinte definição do instituto:

Entendem-se por alienação do controle da companhia aberta, para efeito do disposto no art. 254, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e desta Resolução, o negócio pelo qual o acionista controlador (artigo 116 da Lei nº 6.404), pessoa física ou jurídica, transfere o poder de controle da companhia mediante venda ou permuta do conjunto das ações de sua propriedade que lhe assegura, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

Seguiram-se as Instruções CVM nº 3, de 1978, e nº 229, de 1995. Novamente no plano legal, foi dada à estampa, em 1997, a Lei nº 9.457, que simplesmente veio a revogar o retrotranscrito art. 254. Alguns anos mais tarde, foram editadas as Instruções CVM nº 299, de 1999, e nº 345, de 2000. O último texto legal a cuidar da matéria foi o art. 254-A da Lei nº 10.303, de 2001, do teor seguinte:

Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações

vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

§ 5º (VETADO)

Seguiram-se, finalmente, as Instruções CVM nº 361, de 2002, e nº 436, de 2006, até que, aos 25 de novembro do ano de 2010, foi editada a Instrução CVM nº 487, que passa a ser objeto central do presente texto.

III – DA OPA: CONCEITO E MODALIDADES

1. CONCEITO

Como já dito acima, a Oferta Pública de Aquisição de Ações é uma declaração a pessoa indeterminada. Parece indispensável, contudo, proceder-se à conceituação da Oferta Pública de Aquisição de Ações de maneira pormenorizada, pois, sem ela, não se saberá ao certo o âmbito no qual toda a discussão sobre o instituto se desenvolve. Como já foi dito por Ortega y Gasset⁵:

Sin el concepto no sabríamos bien donde empieza ni donde acaba una cosa; es decir, las cosas como impresiones son fugaces, huideras, se nos van de entre las manos, no las poseemos. Al atar el concepto, unas con otras las fija y nos las entrega prisioneras.

Embora despicienda, segue-se a livre tradução de nossa parte:

Sem o conceito não saberíamos bem onde começa nem onde acaba uma coisa; vale dizer, as coisas são como impressões fugazes, fugidias, se nos escapam das mãos, não as possuímos. Ao conceituá-las, fixamos umas e outras, tornando-as prisioneiras. [Tradução nossa].

Como se tal não bastasse, como bem assinala Jorge Brito Pereira, estamos num terreno no qual “a imprecisão terminológica é uma constante”⁶.

Além disso, como bem salienta o Prof. Osmar Brina Corrêa Lima, em sua obra já clássica sobre as sociedades anônimas⁷:

O estudo do Direito Societário dificilmente se adapta a uma metodologia linear, partindo-se do “mais fácil” para o “mais difícil”, do “mais simples” para o “mais complexo”. Os conceitos consagrados na legislação acham-se de tal forma inter e correlacionados que se torna praticamente impossível a observância de uma sistemática mais ou menos hierarquizada na sua apresentação. O estudo jurídico da sociedade anônima requer e impõe uma metodologia de tipo espiral. Conceitos aparecem em momentos e em contextos distintos. E só aos poucos o estudioso vai se desfazendo do desconforto inicial gerado pela fluidez metodológica.

Tão judiciosas considerações são perfeitamente cabíveis, como não poderia deixar de ser, ao delicado estudo da oferta pública de aquisição de ações. Pode-se dizer que ela, no plano doutrinário, vem a ser conceituada, na linguagem do E. Prof. Modesto Carvalhosa, como “uma declaração pública pela qual uma pessoa física ou jurídica propõe aos acionistas de uma companhia a celebração do contrato de compra ou permuta de ações”, assim prosseguindo o citado mestre:

Dirige-se a oferta a pessoas indeterminadas quanto à identidade, porém determináveis pela categoria profissional que ostentam como acionistas de uma companhia. E, nestes termos, a oferta constitui elemento necessário à formação do contrato. É assim uma declaração que invariavelmente precede outra declaração a qual, por sua vez, propicia a formação do negócio, ou seja, a aceitação⁸.

6 Cf. *A OPA obrigatória*, ob. cit., p. 19.

7 Cf. *Sociedade Anônima*, 2ª ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2003, pp. 3/4.

8 Ob. cit., p. 20.

Pouco mais adiante, esse caráter de ser a oferta pública uma declaração unilateral de vontade é novamente posto em realce pelo Prof. Carvalhosa nos seguintes termos:

Constitui a oferta pública de aquisição de ações uma declaração unilateral de vontade através da qual o proponente manifesta, por determinado prazo, seu compromisso de adquirir um valor mobiliário específico a um preço determinado e segundo cláusulas e condições também determinadas.⁹

Assinale-se que a nova normatividade considera haver uma oferta pública de aquisição de ações quando forem realizados esforços de aquisição ou utilizado qualquer meio de publicidade da oferta de aquisição, inclusive correspondência e anúncios eletrônicos.

2. PRINCIPAIS MODALIDADES DE OPA

Se se levam em conta as OPAs contempladas na Lei 6.404/76, relacionadas às transferências onerosas de controle de companhia aberta, duas são as suas modalidades: a OPA obrigatória, prevista no art. 254-A, decorrente da alienação de controle de companhia aberta, e a OPA voluntária, oriunda da tomada hostil de controle societário, regulada nos arts. 257 e seguintes da lei.

Apesar da existência de outras subespécies de OPAs, previstas na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 361, de 5 de março de 2002, o presente artigo pretende, de um lado, pormenorizar a OPA obrigatória, decorrente da alienação de controle de companhia aberta, tal como se acha regulada no art. 254-A da Lei Acionária, assim definida pelo inciso III do art. 2º da referida Instrução da CVM, *in verbis*: “OPA por alienação de controle: é a OPA obrigatória, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76.” Por outro lado, como já se disse, tentar-se-á mostrar as novidades trazidas pela Instrução 487/2010.

2.1. DA OPA OBRIGATÓRIA

Trata-se, aqui, da OPA prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76, com a redação dada pela Lei 10.303/01, também conhecida por OPA *a posteriori*, decorrente que é da alienação privada de controle de companhia aberta,

9 Ob. cit., p. 24.

sendo a sua realização uma condição de eficácia desse negócio jurídico da transferência.

Mesmo sob a égide do antigo art. 254 da Lei 6.404/76, a distinção entre a OPA obrigatória (ou *a posteriori*) e a OPA facultativa (ou *a priori*) já era posta em relevo pela doutrina pátria. José de Alexandre Tavares Guerreiro, por exemplo, cuidando da OPA *a posteriori*, antes do art. 254-A, assim nos ensinava:

Trata-se, a nosso ver, de modalidade especial de oferta pública, cujo objetivo se diferencia substancialmente daquela regulada no art. 257 da referida lei. Não se tem em mira, aqui, a aquisição de controle, mas a proteção patrimonial dos acionistas minoritários, que não sejam parte no negócio translativo do controle e que devem ter a oportunidade de transferir suas ações pelo mesmo preço e nas mesmas condições aplicáveis ao alienante do controle. Em suma, a oferta pública de que cuida o art. 254 constitui instrumento para assegurar aos minoritários o tratamento igualitário desejado e imposto pelo legislador.¹⁰

2.2 DA OPA FACULTATIVA

Pode-se afirmar que essa modalidade de oferta pública de aquisição de ações desponta, com maior frequência, naqueles mercados de valores mobiliários nos quais o poder de controle das companhias se encontra normalmente fragmentado nas mãos de um expressivo número de acionistas, como acontece, exemplificativamente, no mercado de valores mobiliários norte-americano ou, no Brasil, como ocorre, por exemplo, com o controle das lojas Renner S.A.

Caracteriza-se a OPA voluntária, fundamentalmente, consoante a manifestação jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, da seguinte forma:

a) seu pressuposto legal é o recurso ao apelo público, como meio para atingir o objetivo; b) tem caráter voluntário, não sendo vedados outros meios para a consecução do fim colimado; c) objetiva a obtenção do controle de uma companhia aberta; d) a filosofia que embasa a regulação do instituto é a garantia do investidor contra ofertas inidôneas e ao acesso às informações necessárias à sua tomada de decisão¹¹.

Tal modalidade de oferta pública de aquisição de ações está prevista no art. 257 da Lei 6.404/76, que assim dispõe:

A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.

§ 1º. Se a oferta contiver permuta, total ou parcial, dos valores mobiliários, somente poderá ser efetuada após prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

§ 2º. A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável.

§ 3º. Se o ofertante já for titular de ações votantes do capital da companhia, a oferta poderá ter por objeto o número de ações necessário para completar o controle, mas o ofertante deverá fazer prova, perante a Comissão de Valores Mobiliários, das ações de sua propriedade.

§ 4º. A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre a oferta pública de aquisição de controle.

A menos que tal oferta pública de aquisição de ações envolva uma permuta de ações – hipótese em que o registro “prévio” se faz necessário, consoante o § 1º do art. 257 retrotranscrito –, não estará ela sujeita à inscrição na Comissão de Valores Mobiliários, conforme consta, igualmente, do § 1º, do art. 2º, da já citada Instrução CVM-361/02. De toda sorte, porém, tal OPA deverá observar, no que couber, as disposições constantes dos arts. 4º a 12 da referida Instrução CVM, com as modificações introduzidas pela Instrução nº 487/2010.

Convém, portanto, destacar o conteúdo de tais disposições.

Observe-se que, na redação anterior à Instrução 487, estabelecia-se que a OPA sempre seria ofertada, indistintamente, aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que foram objeto da OPA, sendo que o novo inciso I cuidou de assegurar o rateio entre os aceitantes de OPA parcial.

Os incisos VI e VII desse artigo 4º, tinham, inicialmente, a seguinte redação:

VI – sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, a OPA será

10 GUERREIRO, José de Alexandre Tavares. *Alienação de controle de companhia aberta: o papel das instituições financeiras*, In: Revista de Direito Mercantil, ano XVII, nº 30/116, São Paulo, 1978, p. 116.

11 Estudos da Superintendência Jurídica da CVM, (atual Procuradoria Jurídica da CVM), *Oferta pública de aquisição de controle: artigo 257 e seguintes da Lei 6.404/76*, 1979, pp. 32 e 33.

instruída com laudo de avaliação da companhia objeto, conforme estabelecido nesta Instrução;

VII – a OPA será efetivada em leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, salvo se, tratando-se de OPA voluntária ou para aquisição de controle, que não estejam sujeitas a registro, for expressamente autorizada pela CVM a adoção de procedimento diverso; [...].

Passaram, então, a ter o teor seguinte:

VI – sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou por pessoa a ele vinculada, a OPA será instruída com laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle, ressalvado o disposto no art. 29, § 6º, II;

VII – a OPA será efetivada em leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, salvo se for expressamente autorizada pela CVM a adoção de procedimento diverso; [...].

Quanto aos poderes de a CVM determinar, a qualquer tempo, certas medidas, foi apenas, adicionado: “a divulgação de informações adicionais às previstas nesta Instrução.” (novo inciso I).

Ao artigo 4º, finalmente, foi acrescentado o artigo 4º-A, com a seguinte redação:

Art. 4º-A O ofertante deve guardar sigilo a respeito da OPA até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que seus administradores, empregados, assessores e terceiros de sua confiança também o façam.

§ 1º A obrigação de sigilo prevista no caput se estende até:

I – a data em que for divulgado fato relevante referente a OPA sujeita a registro na CVM, nos termos do art. 9º da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002; ou

II – a data em que for publicado o edital de OPA não sujeita a registro na CVM.

§ 2º Caso a informação escape do controle do ofertante antes da data referida no §1º, o potencial ofertante deverá, imediatamente:

I – publicar o instrumento de OPA, nos termos do art. 11; ou

II – informar ao mercado que tem interesse em realizar a OPA, ou que está considerando essa possibilidade, embora ainda não tenha certeza de sua efetivação.

§ 3º Exceto quando se tratar de OPA sujeita a registro, o anúncio previsto no §2º, inciso II, deverá:

I – incluir as informações indicadas nos itens “i” até “m” do inciso I do Anexo II; e

II – ser encaminhado ao diretor de relações com investidores da companhia objeto, para que este o divulgue imediatamente ao mercado, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

§ 4º Caso o ofertante divulgue o anúncio previsto no §2º, inciso II, a CVM poderá fixar um prazo para que ele:

I – publique o instrumento de OPA, nos termos do art. 11; ou

II – anuncie ao mercado, de maneira inequívoca, que não pretende realizar a OPA dentro do período de 6 (seis) meses.

O artigo 5º foi inteiramente reformulado, passando a ter a seguinte redação:

Art. 5º Após a publicação do instrumento de OPA, nos termos do art. 11, sua modificação ou revogação será admitida:

I – em qualquer modalidade de OPA, independentemente de autorização da CVM, quando se tratar de modificação por melhoria da oferta em favor dos destinatários, ou por renúncia, pelo ofertante, a condição por ele estabelecida para a efetivação da OPA;

II – quando se tratar de OPA sujeita a registro, mediante prévia e expressa autorização da CVM, observados os requisitos do §2º deste artigo; ou

III – quando se tratar de OPA não sujeita a registro, independentemente de autorização da CVM, em estrita conformidade com os termos e condições previstos no respectivo instrumento.

§1º Será ainda lícito ao ofertante desistir da OPA para cancelamento de registro e da OPA por aumento de participação, na hipótese de revisão do preço da oferta por força do procedimento previsto no art. 4º-A da Lei 6.404, de 1976, aplicando-se, em tais hipóteses, respectivamente, as regras dos arts. 24, inciso IV, e 28 desta Instrução.

§ 2º Na hipótese prevista no **caput**, inciso II, o pedido de modificação ou revogação de OPA:

I – deverá ser informado ao público, pela mesma via utilizada para divulgação da OPA;

II – acarretará a suspensão do prazo do edital, se estiver em curso;

III – só será acolhido caso:

a) a juízo da CVM, tenha havido alteração substancial, posterior e imprevisível, nas circunstâncias de fato existentes quando do lançamento da OPA, acarretando aumento relevante dos riscos assumidos pelo ofertante, inerentes à própria OPA; e

b) o ofertante comprove que os atos e negócios jurídicos que tenham determinado a realização da OPA ficarão sem efeito se deferida a revogação;

IV – presumir-se-á deferido se não houver manifestação da CVM no prazo de 10 (dez) dias, contados do protocolo.

§3º A modificação da OPA exigirá publicação de aditamento ao edital, com destaque para as modificações efetuadas e com a indicação da nova data para realização do leilão, a qual deverá observar os seguintes prazos:

I – prazo mínimo de 10 (dez) dias, nos casos de aumento do preço da oferta ou renúncia a condição para efetivação da OPA, ou 20 (vinte) dias, nos demais casos, contados da publicação do aditamento;

II – prazo máximo de 30 (trinta) dias contados da publicação do aditamento ou 45 (quarenta e cinco) dias contados da publicação do edital, o que for maior.

§4º A revogação da OPA deverá ser divulgada pela mesma via utilizada para divulgação da OPA.

§5º Em qualquer das hipóteses previstas no **caput**, cópia do aditamento ao edital deverá ser enviada à CVM na data de sua publicação.

Já no que se refere à liquidação financeira, o artigo 6º trouxe alterações apenas nos incisos II e III, estabelecendo que:

II – de permuta, quando o pagamento proposto deva ser realizado em valores mobiliários; e

III – mista, quando o pagamento proposto deva ser realizado parte em dinheiro e parte em valores mobiliários.”, mantido o inciso I, assim como mantidos os parágrafos 1º e 2º desse mesmo artigo 6º.

No que diz respeito à intermediação, as alterações ocorridas foram as seguintes:

“§ 5º A instituição intermediária, seu controlador e pessoas a ela vinculadas, apresentarão as informações previstas nos itens “i” a “l” do inciso I do Anexo II em relação aos valores mobiliários e derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto de que sejam titulares, ou que estejam sob sua administração discricionária.

§ 6º Ao ser contratada para a intermediação de OPA, a sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento, bem como pessoas a ela vinculadas que atuem no mercado financeiro, ficarão impedidas de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia objeto, ou a eles referenciados, bem como de efetuar pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia e a operação.

E, além dessas alterações, foram introduzidos os §7º e 8º, do seguinte teor:

§ 7º A vedação à negociação prevista no §6º não se aplica às seguintes hipóteses:

I - negociação por conta e ordem de terceiros;

II - operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários;

III - operações destinadas a proteger posições assumidas em total return swaps contratados com terceiros;

IV - operações realizadas como formador de mercado, nos termos da regulamentação da CVM em vigor; ou

V - administração discricionária de carteira de terceiros.

§ 8º As pessoas referidas no §6º devem adotar procedimentos adequados para assegurar o cumprimento das normas de conduta nele previstas.

No que tange à avaliação, o artigo 8º, **caput**, passou a ter a seguinte redação:

Art. 8º Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle.

Vários parágrafos desse artigo foram alterados em suas anteriores redações, tendo seu significado, porém, de pequena monta.

Acrescente-se, no entanto, a introdução do artigo 8º-A, do teor seguinte: "Art. 8º-A. Os administradores e o acionista controlador devem fornecer ao avaliador informações verdadeiras, completas, claras, objetivas e suficientes para a elaboração do laudo".

No que se refere ao artigo 9º, foi mantida sua redação original, acrescentando-se, porém, o artigo 9º-A, *verbis*:

Art. 9º-A O ofertante pode solicitar que a CVM trate com sigilo informações ou documentos fornecidos para fins do registro da OPA, apresentando as razões pelas quais a revelação ao público de tais informações ou documentos colocará em risco legítimo interesse do emissor, do ofertante ou de terceiros.

Parágrafo único. As informações sigilosas devem ser enviadas em envelope lacrado, endereçado à Presidência da CVM, no qual conste a palavra "confidencial".

No que se refere aos artigos 10, 11 e 12, pode-se observar a ocorrência de algumas alterações conforme seguem:

Concernentemente ao artigo 10, sua redação anterior era:

III - informação sobre a situação do registro da companhia objeto perante a CVM, quando se tratar de oferta formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada;

IV - informação de que se encontra à disposição de eventuais interessados, mediante identificação e recibo, no endereço do ofertante, na sede da companhia objeto, na instituição intermediária, na CVM e na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva realizar-se o leilão da OPA, a relação nominal de todos os acionistas da companhia objeto, com os respectivos endereços e quantidade de ações, discriminadas por espécie e classe, inclusive em meio eletrônico;

V - a data, local e hora de início do leilão de OPA; e

§2º 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, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias do exercício da faculdade pelo acionista, tudo sem prejuízo do disposto no art. 15.

§4º Quando a OPA for formulada por terceiro que não a companhia objeto, o acionista controlador ou pessoa a eles vinculada, a companhia deverá, a requerimento do ofertante, fornecer-lhe a relação nominal de que trata o inciso IV, na forma do § 1º do art. 100 da Lei 6.404/76.

§5º Quando se tratar de OPA não sujeita a registro, ou formulada por terceiro que não a companhia objeto, o acionista controlador ou pessoa a eles vinculada, o instrumento conterá, além dos requisitos deste artigo e do Anexo II, as informações referidas nos incisos I e II do § 3º do art. 8º.

Segue-se redação atual :

III - declaração do ofertante de que ~~cumpriu~~ ~~com~~ as obrigações previstas no § 1º do art. 7º;

IV - declaração, pelo ofertante, acerca do preço por ação da companhia objeto em negociações privadas relevantes, entre partes independentes, envolvendo o ofertante, o acionista controlador ou pessoas a eles vinculadas, realizadas nos últimos 12 (doze) meses; e

V - declaração da instituição intermediária de que cumpriu com as obrigações previstas no § 2º do art. 7º.

§2º 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, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos:

I – exercício da faculdade pelo acionista; ou

II – pagamento aos demais acionistas que aceitaram a OPA, no caso de OPA com pagamento a prazo.

§4º Quando a OPA for formulada por terceiro que não a companhia objeto, o acionista controlador ou pessoa a eles vinculada, a companhia deverá, a requerimento do ofertante, fornecer-lhe, em 2 (dois) dias úteis, a relação nominal de que trata a alínea “o” do inciso I do Anexo II, na forma do § 1º do art. 100 da Lei 6.404, de 1976.

§5º Quando se tratar de OPA não sujeita a registro, ou formulada por terceiro que não a companhia objeto, o acionista controlador ou pessoa a eles vinculada, ou ainda os administradores ou pessoa a eles vinculada, o instrumento conterá, além dos requisitos deste artigo e do Anexo II, as informações referidas nas alíneas “a” e “b” do inciso XII do Anexo III.

Houve a inclusão do § 6º, com a seguinte redação: “§6º Caso o preço da OPA seja diferente do preço praticado nas negociações divulgadas nos termos do inciso IV, o ofertante deverá justificar por que esse preço não foi adotado.”

Nesse passo, vale lembrar que, para o professor Osmar Brina¹², na hipótese de oferta pública para a aquisição (tomada) de controle efetuada por terceiros (*take over* ou *tender offer*), disciplinada na Seção VII do Capítulo XX, a oferta poderá ter por objeto apenas o número de ações votantes necessário para completar o controle (arts.257, parágrafo 2º, e 258, I). O preço a ser pago, obviamente, será igual para todas as ações.

Com relação ao artigo 11, veja-se a redação primeva:

Art. 11. O instrumento de OPA deverá ser publicado, sob a forma de edital, pelo menos uma vez, nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia objeto, observando-se o prazo máximo de 10 (dez) dias, após a obtenção do registro na CVM, quando este for exigível.

§ 2º No prazo máximo de 24 (vinte e quatro) horas, contado da publicação do edital, um exemplar da publicação será encaminhado à CVM e também ao seu endereço eletrônico, no formato específico indicado pela CVM, ficando disponível a eventuais interessados, no mínimo, na CVM, na bolsa de valores ou na entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto, bem como acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da CVM e da companhia objeto, se esta última o possuir.

A atual redação é a seguinte:

Art. 11. O instrumento de OPA deverá ser publicado, sob a forma de edital nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia objeto, observando-se o prazo máximo de 10 (dez) dias, após a obtenção do registro na CVM, quando este for exigível.

§ 2º O edital deverá ser também encaminhado ao diretor de relações com investidores da companhia objeto, para que este o divulgue imediatamente ao mercado, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, ficando ainda disponível a eventuais interessados, no mínimo, na CVM, na bolsa de valores ou na entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto, bem como acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da companhia objeto, se esta o possuir.

No que diz respeito ao artigo 12, sua redação anterior era a seguinte:

Art. 12. A OPA será necessariamente efetivada em leilão na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação, ou, caso não o sejam, em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, à livre escolha do ofertante.

§2º O leilão adotará procedimentos que assegurem necessariamente:

12 In: *Sociedade Anônima*, 3ª ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 281.

I – a possibilidade de elevação do preço a ser pago pelas ações durante o leilão, estendendo-se o novo preço a todos os acionistas aceitantes dos lances anteriores, observada a diferenciação de preços entre as diversas classes ou espécies de ações, se houver, e a possibilidade de elevação do preço apenas para uma ou algumas classes ou espécies de ações; e

II – a possibilidade de interferências compradoras, as quais poderão abranger lote de ações inferior ao objeto da OPA, procedendo-se ao rateio, salvo na OPA para cancelamento de registro e por aumento de participação, na qual as interferências deverão ter por objeto o lote total;

§4º Quando se tratar de OPA sujeita a registro perante a CVM, as interferências compradoras somente poderão ser realizadas por interferente que tenha registrado OPA concorrente junto à CVM, conforme as regras do art. 13, e ressalvado o disposto no art. 32 quanto à OPA para aquisição de controle.

§6º Quando se tratar de OPA voluntária efetuada por terceiro, que não o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, ou de OPA para aquisição de controle, a CVM poderá, a requerimento do ofertante, autorizar que a OPA seja efetivada por meio diverso do leilão referido neste artigo.

Assim encontra-se o dispositivo em sua redação atual:

Art. 12. A OPA será efetivada em leilão na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação.

§2º O leilão adotará procedimentos que assegurem necessariamente:

I – a possibilidade de elevação do preço a ser pago pelas ações durante o leilão, estendendo-se o novo preço a todos os acionistas aceitantes dos lances anteriores, observada a diferenciação de preços entre as diversas classes ou espécies de ações, se houver, e a possibilidade de elevação do preço apenas para uma ou algumas classes ou espécies de ações, observado ainda o disposto no §7º; e

II – a possibilidade de interferências compradoras, as quais poderão abranger lote de ações inferior ao objeto da OPA, procedendo-se ao rateio, salvo na OPA para cancelamento de registro, na OPA por aumento de participação e na OPA para aquisição de controle, casos em que as interferências deverão ter por objeto o lote total.

§4º O interessado em interferir no leilão deve divulgar ao mercado, com 10 (dez) dias de antecedência, na forma prevista no art. 11, que tem a intenção de interferir no leilão, fornecendo as informações previstas na alíneas “a”, “c” e “i” a “m” do inciso I do Anexo II, conforme aplicáveis.

§ 6º A CVM poderá, a requerimento do ofertante, autorizar que a OPA seja efetivada por meio diverso do leilão referido neste artigo.

Ressalte-se, ainda, a inclusão do parágrafo 7º com o seguinte teor: “§ 7º Em se tratando de OPA para aquisição do controle, o ofertante não poderá elevar o preço no leilão caso tenha sido publicado edital ou solicitado registro de OPA para aquisição de controle concorrente.”

2.3. DA OPA VOLUNTÁRIA DO CONTROLADOR

A nova regra revoga a norma que mandava aplicar as regras de OPA por aumento de participação a qualquer OPA voluntária formulada pelo controlador que tenha por objeto a totalidade das ações.

2.4. DAS DEMAIS SUBESPÉCIES DE OPAS:

2.4.1. OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO

A Instrução veda a transferência de despesas à companhia objeto relativas ao lançamento e liquidação de uma OPA. Esta regra é aplicável a qualquer tipo de OPA, salvo quando a própria companhia objeto é a ofertante.

Parece-nos que tal disposição poderia ser descumprida, com relativa frequência, na OPA para cancelamento de registro em que o ofertante seja o controlador. Esse descumprimento ocorreria porque a companhia objeto paga dividendos depois da fixação do preço justo, mas antes da conclusão da OPA, viabilizando, pois, a obrigação de seu controlador de liquidar financeiramente a oferta.

Mesmo considerando que o valor total dos destinatários da oferta não é substancialmente alterado, pois eles também recebem dividendos proporcionais à sua participação, haveria, a nosso sentir, custos residuais nessa distribuição que são suportados pela companhia objeto, tais como: (a) renúncia a receitas financeiras pela redução do caixa e (b) gastos para a realização de assembleia pra deliberar sobre os dividendos.

Talvez a mudança da norma da CVM não seja o meio adequado para se enfrentar tais questões. Proibir a distribuição de proventos por conta da OPA poderia criar mais problemas do que aqueles que, teoricamente, viria solucionar. O tipo de problema suscitado pelo participante pode ser enfrentado por ações de supervisão das normas já existentes.

Como regra geral, a OPA deve ser lançada a preço uniforme. No entanto admite-se a exceção nos casos de ações objeto de espécie e classe diferentes, desde que a diferença de preço seja compatível com a modalidade da OPA e esteja justificada no laudo de avaliação ou por declaração expressa do ofertante.

A regra, ainda, admite preços diferenciados para pagamentos à vista e a prazo, desde que, entre outras condições, a escolha caiba aos destinatários da oferta.

2.4.2. DA OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO

A nova regra prevê que a OPA por aumento de participação seja realizada quando o controlador adquirir ações que representem mais de 1/3 do total de cada espécie e classe em circulação.

Em relação à base de cálculo de 1/3 das ações em circulação para fins de incidência da OPA, a norma considera o número de ações em circulação quando a Instrução CVM nº 361/02 entrou em vigor, o que suscitou críticas e dúvidas de muitos participantes. As dúvidas referem-se, principalmente, a hipóteses em que houve aumento de capital e mudança na estrutura de controle da companhia após a data fixada pela Instrução¹³.

A base de cálculo poderia ser o total de ações em circulação divulgado no *Formulário de Referência - FR (substituto do antigo LAN - Informativo Anual)* da companhia objeto, cuja data-base seja anterior, no mínimo, a um ano do anúncio da OPA.

A OPA por aumento de participação pode deixar de ser realizada se o controlador se comprometer a alienar o excesso de participação em até três meses. A CVM pode prorrogar esse prazo uma vez, caso venha a verificar que

¹³ Para companhias abertas existentes quando a Instrução CVM nº 361/02 foi editada, a data-base considerada foi 4 de setembro de 2000. Para os investidores, a única fonte da informação sobre número de ações em circulação nessas datas são os formulários trimestrais e anuais exigidos pela CVM, sendo que hoje não existe mais o IAN - Informativo Anual, tendo sido este substituído pelo FR - Formulário de Referência.

a alienação de todo o bloco de ações pode afetar significativamente a cotação das ações no mercado.

2.4.3. DA OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE POR MEIO DE PERMUTA DE VALORES MOBILIÁRIOS

A Instrução CVM 361 prevê que, na hipótese de o alienante do controle acionário de uma companhia receber seu pagamento em valores mobiliários, a OPA aos acionistas minoritários deverá envolver valores mobiliários de mesma classe e espécie.

A oferta pode ser feita em valores mobiliários ou seu equivalente em dinheiro, desde que a escolha caiba aos destinatários da OPA.

A oferta em dinheiro é oferta alternativa, não para cumprir o 254-A. A oferta alternativa é, sim, opção do destinatário, mas sequer precisa ser o equivalente, porque a CVM já se manifestou no sentido de que não cabe à Autarquia dizer qual seria esse equivalente (vide caso Ambev, de 2004, em que a Autarquia se manifestou nesse sentido).

2.4.4. DA OPA DE PERMUTA DE VALORES MOBILIÁRIOS

A Instrução Normativa só permite OPA de permuta quando o pagamento realizado pelo ofertante for em valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados, não necessariamente emitidos por sociedade com registro de companhia aberta no Brasil. Ainda assim, eles precisarão ser admitidos à negociação no Brasil.

Lembre-se de que, mesmo que os valores mobiliários de companhias estrangeiras não possam ser dados em pagamento de uma OPA de permuta, resultado similar poderá ser alcançado pelo uso de BDRs¹⁴ (*Brazilian Depositary Receipts*) lastreados nesses mesmos valores mobiliários.

IV - OBRIGATORIEDADE OU NÃO DA MANIFESTAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NAS OPAS VOLUNTÁRIAS

Uma das questões indubitavelmente polêmicas diz respeito ao período de audiência pública da Instrução CVM nº 487/2010, na qual se travou uma

¹⁴ Os BDRs são regulados pelas Instruções CVM 331 e 332, de 2000, recentemente revogadas pela Instrução CVM 480/09. Nada mais são do que certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, sediadas no exterior e

discussão acerca da obrigatoriedade de o Conselho de Administração manifestar-se nas OPAS voluntárias. Na audiência pública da Minuta da Instrução da CVM, discutiu-se se, efetivamente, nas OPAs voluntárias, o conselho de administração da companhia objeto deveria manifestar-se, fundamentadamente, de modo favorável ou contrário à aceitação da OPA.

É certo que muitos operadores, tanto do Direito Empresarial quanto do Direito Econômico, questionaram a competência legal da CVM para instituir essa exigência. Entendem alguns que o art. 22, § 7º, da Lei 6.385/76, não teria o alcance pretendido pela autarquia no que concerne à amplitude de seu Poder regulamentar. Haveria, assim, o problema da legalidade formal do ato normativo editado pela CVM. A necessidade ou não da manifestação do Conselho de Administração de uma companhia seria matéria de competência estritamente legal e não regulamentar. Alega-se, entre outros problemas¹⁵, que essa obrigatoriedade estabelecida pela CVM, inteiramente desacompanhada da respectiva sanção, poderia ocasionar intensa polêmica quanto à responsabilização do Conselho de Administração na hipótese de sua manifestação ser indutora de determinados comportamentos de aceitação ou de rejeição da OPA.

Não obstante a ampla discussão que o tema evidentemente comporta, partiu-se, no presente artigo, da ideia de que a CVM, efetivamente, detém competência legal para regulamentar as obrigações dos membros do Conselho de Administração, notadamente as previstas nos art. 142, I, e 153 da Lei 6.404/76.

Nessa linha de raciocínio, a manifestação do Conselho de Administração sobre as OPAs seria inerente a esses deveres estabelecidos na lei.

Há que se ponderar, por outro lado, que a responsabilidade do ofertante pelo fornecimento de informações não está sendo transferida, tampouco diminuída. O administrador tem uma posição única para opinar sobre a oferta, por estar dentro da companhia objeto e sujeito aos deveres previstos na Lei 6.404/76. Por mais que o ofertante se esforce para trazer o maior número de

emitidos por instituição financeira (Banco de Investimento - desenvolvimento - brasileiro), devidamente autorizada pelo Banco Central do Brasil para tanto.

15 Imagine-se, por exemplo, que alguém questionasse essa obrigação do Conselho de Administração de manifestar-se ou não sobre a OPA perante o Poder Judiciário. Argumenta-se que tal circunstância comprometeria inegavelmente o bom andamento do procedimento de uma OPA.

informações possíveis sobre a companhia ao mercado, não nos parece que tal circunstância torne despicienda a opinião da Administração.

Poder-se-ia dizer que a opinião do Conselho de Administração influenciaria os acionistas e que talvez fosse mais adequado exigir que a administração apenas se manifestasse nos fatos relevantes ocorridos ao longo do período da OPA, explicando de que maneira tais eventos afetam a decisão de aceitar ou não a mesma. O professor Osmar Brina¹⁶, com a propriedade de sempre, ensina-nos que não se pode confundir o papel da diretoria com o papel do Conselho de Administração, ao pôr em realce que: "Diferentemente do conselho de administração, a lei não enfoca a diretoria como um colegiado".

Alega-se, alternativamente, que a manifestação do Conselho de Administração não deveria ser sobre a aceitação ou não da OPA, mas, sim, ser considerada dever de apresentação de um relatório, expondo os pontos favoráveis e os contrários à aceitação, deixando aos acionistas a tarefa de uma análise de caráter axiológico. Adicionalmente, eventual possibilidade de conflito de interesses relativamente ao próprio Conselho de Administração seria devidamente alertada no edital da OPA.

Ainda por conta do risco de opiniões eventualmente tendenciosas por parte do Conselho de Administração, a opinião desse órgão não deveria levar em consideração circunstâncias externas à companhia, por exemplo, os aspectos conjunturais do mercado local e mundial. A manifestação deveria fundamentar-se exclusivamente em informações administrativas ou estratégias em relação ao ramo de atuação.

Segundo a nova regra, quando o Conselho de Administração divulgar sua opinião, ele deverá fornecer uma série de informações sobre a posição de seus membros em valores mobiliários emitidos pela companhia objeto da OPA e pelo ofertante.

Para alguns, tais informações são excessivas e não se justificam como regra geral. A CVM poderia exigí-las apenas naqueles casos em que suspeitasse de irregularidades. Em parte, essas regras poderiam ser substituídas pela vedação de negociação das ações fora da OPA.

16 Ob. cit., 3ª ed., p.176.

Mas a CVM considerou todas as informações importantes para sinalizar aos acionistas eventuais conflitos de interesse dos administradores ao se manifestarem sobre a oferta.

V – NOVAS RESPONSABILIDADES DO OFERTANTE E DA INSTITUIÇÃO INTERMEDIÁRIA EM UM PROCESSO DE OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES: 1ª) A PUBLICAÇÃO DE EDITAL; 2ª) A REALIZAÇÃO DE LEILÃO; 3ª) O LAUDO DE AVALIAÇÃO; 4ª) A POSSIBILIDADE DE CONDICIONAR A REALIZAÇÃO DA OPA; 5ª) A IMUTABILIDADE E A IRREVOGABILIDADE DA OPA, APÓS PUBLICAÇÃO DO EDITAL RESPECTIVO.

1ª) A publicação de edital;

Anúncios editais de OPAs

A nosso ver, a companhia objeto deveria ser informada apenas nos casos de OPAs voluntárias; como as OPAs obrigatórias ocorrem em casos previstos em lei, a companhia objeto não terá dificuldade em identificar a ocasião em que tais ofertas devam ser lançadas.

Questiona-se se a companhia objeto deveria ser informada sobre a OPA antes do anúncio preliminar ou somente antes do anúncio de intenção firme de realizar a OPA.

A comunicação à companhia objeto não é necessária, posto que a regra da CVM foi alterada nesse sentido.

Segundo a nova regra, antes de anunciar a OPA, o ofertante deve certificar-se de que tem condições de implementá-la. Ele deve ainda manter os registros e documentos que comprovem isso.

A nosso ver, a forma mais simples para a CVM enfrentar o problema de eventual falta de informação é por meio desses fatos relevantes que noticiam as OPAs obrigatórias. Se, posteriormente, fossem necessários outros esclarecimentos, o ofertante poderia ser intimado a prestá-los.

Consideramos que os anúncios já são substancialmente fatos relevantes e deveriam ser tratados como tal.

O anúncio na nova regra não tem vantagem sobre o modelo atual, em que as informações são divulgadas por fatos relevantes. Além disso, tem a

desvantagem de obrigar os destinatários das informações a buscá-las em mais uma ou duas modalidades de documentos.

O anúncio de OPA, pelo seu conteúdo, tem as características de uma oferta ao público, nos termos do art. 429 do Código Civil, Lei nº 10.406/2002.

O anúncio poderá se restringir à identificação do ofertante e da companhia objeto, bem como a informações sobre as ações objeto, sem detalhar termos e condições da oferta, que devem ser divulgados apenas por meio do edital, pois, conforme a nova regra, a oferta continuará a ser divulgada ao mercado por meio de aviso de fato relevante ou diretamente pela publicação do edital.

Anúncio preliminar – *press release*

O ofertante deve manter sigilo sobre a OPA até o seu anúncio ao mercado. Mas caso a informação escape ao seu controle ou ocorra oscilação atípica na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia objeto, a nova regra o obriga a imediatamente tornar pública sua intenção de realizar a oferta.

Uma das opções que o ofertante tem para fazer isso é divulgar um anúncio preliminar, no qual informa ao mercado que está considerando a possibilidade de realizar a OPA, mas não tem ainda intenção firme de realizá-la ou não está certo de que possa implementá-la.

Consideramos que o modelo atual, em que qualquer informação sobre lançamento futuro de OPA é divulgada por fato relevante, é mais adequado ao sistema jurídico brasileiro. A existência desse anúncio preliminar induz à má interpretação sobre o outro anúncio, pois, se ele não é preliminar, deveria ser definitivo, o que, na realidade, acontece...

Entendemos que as hipóteses que ensejariam a publicação de anúncio preliminar também ensejariam a divulgação de fato relevante, por conta da Instrução CVM nº 358/02. A sobreposição entre esses comunicados seria desnecessária e geraria dúvidas entre as companhias abertas.

O regime de fato relevante não é suficiente nem adequado para tratar das situações em que o potencial ofertante não é acionista controlador da companhia objeto. Essa situação deve se tornar cada vez mais comum no mercado brasileiro, com o surgimento das companhias que não possuem acionista majoritário. Por essa razão, a CVM optou por manter a figura do anúncio

preliminar, cujo objetivo principal é reduzir as incertezas do mercado diante de rumores acerca de uma potencial oferta para aquisição de controle.

Vale alertar que a divulgação do anúncio preliminar pode causar grave problema de mercado, pois as ações podem passar por um processo de alta que será revertido caso a OPA não se concretize. Os investidores se sentirão prejudicados e os ofertantes alegarão estar cumprindo a norma da CVM.

O pressuposto da divulgação do anúncio preliminar é o vazamento de informações sobre a oferta. Portanto, incerteza para o mercado já existirá e não terá sido causada pelo anúncio. O anúncio, na verdade, diminui esse problema ao nivelar as expectativas dos agentes de mercado; valorizações ou desvalorizações pela confirmação ou frustração dessas expectativas são inerentes ao mercado de ações.

É forçosa, pois, a conclusão de que a divulgação do anúncio preliminar é necessária quando houver vazamento de informação. Entendemos que isso deveria ocorrer sempre que houver oscilação atípica da cotação de valores mobiliários, embora o simples fato de ter havido o anúncio preliminar de OPA possa ocasionar a referida oscilação.

De todo modo, a oscilação pode ser um indício de que a informação escapou ao controle do ofertante, razão pela qual ele deve acompanhar os movimentos do papel durante a oferta e divulgar o anúncio preliminar, caso tenha motivos para suspeitar que a oscilação foi provocada pelo vazamento da informação.

Segundo a nova regra da Instrução CVM 487, o anúncio preliminar deve ser divulgado imediatamente e seu conteúdo é o do Anexo II, item I, alíneas "i" até "m".

É importante que todas as informações referidas na Instrução sejam divulgadas ao mercado juntamente com o anúncio preliminar. Quanto ao eventual prazo exíguo, entende-se que os potenciais ofertantes podem e devem se preparar para cumpri-lo, mantendo prontas as informações exigidas, para o caso de haver vazamento da notícia.

A regra prevê que, na hipótese de o ofertante divulgar um anúncio preliminar, a CVM pode, a pedido da companhia objeto, fixar um prazo para que o ofertante: (i) anuncie formalmente a OPA; (ii) publique seu edital; ou (iii) anuncie de maneira inequívoca que não pretende realizar a OPA.

Tais regras de anúncio já existiam no cenário jurídico brasileiro conforme rezam os art. 4º, §§ 4º e 6º, e 257, §4º, entre outros, da Lei 6.404/76.

O mercado já é suficientemente protegido pela regra da Instrução CVM nº 358/02 ("Normativo dos Fatos Relevantes") que determina que os adquirentes de mais de 5% das ações da companhia divulguem sua participação e indiquem se têm intenção de alterar a estrutura de controle. Além disso, destaca-se que já não é incomum, no Brasil, que um investidor adquira 10% do capital de uma companhia com intenção apenas de investimento.

2ª) A realização de leilão

Procedimento Especial x Leilão

A nova regra manteve o leilão, porém:

(i) um terceiro só poderá interferir nesse leilão caso se habilite previamente e esteja comprometido a adquirir a mesma quantidade de ações visada pelo ofertante e a fazer o pagamento por essas ações na mesma forma e nas mesmas condições do ofertante; e

(ii) o ofertante só poderá aumentar seu preço nesse leilão se não tiver sido lançada uma OPA concorrente cuja quantidade de ações visada, forma ou condições de pagamento sejam diferentes da OPA com que deseja concorrer.

Desse modo, a forma de leilão instituída pela Instrução CVM nº 361/02 continua a ser a regra geral. A possibilidade de negociação entre o ofertante e os destinatários da oferta em OPA para cancelamento de registro, que alguns participantes viram como uma vantagem do modelo, fica preservada. Esse leilão aplica-se também para o caso de ofertas concorrentes estritamente comparáveis.

O que a nova regra muda em relação à redação antiga da Instrução CVM nº 361/02 é impedir que o preço decida uma disputa quando as ofertas não são estritamente comparáveis e, portanto, exigem que outros parâmetros sejam levados em consideração pelos acionistas para que possam distinguir qual oferta é mais vantajosa. Nesse caso, a competição dar-se-á por meio das ofertas concorrentes.

O art. 261, §1º, rege o processamento da oferta para aquisição de controle até a eventual apresentação de oferta concorrente. Depois disso, os ofertantes podem elevar suas ofertas sucessivas vezes e em qualquer percentual.

Cumpra ponderar que a prerrogativa de provocar a definição de prazo máximo para as propostas deveria caber à maioria dos acionistas da companhia objeto. Isso evitaria casos nos quais os administradores requeressem a fixação de um prazo em detrimento dos acionistas.

A expressão "a pedido da companhia objeto" foi inserida na norma porque a finalidade do dispositivo é impedir que os negócios da companhia sejam perturbados por um longo período de tempo em razão de uma disputa pelo controle da companhia.

Contudo a CVM optou por retirar a expressão "a pedido da companhia objeto" do dispositivo em questão. Com isso, embora permaneça comprometida a exercer essa faculdade tendo em vista o interesse da companhia, a CVM passa a admitir a possibilidade de ser provocada a fazê-lo por qualquer pessoa.

Atualmente, as corretoras devem informar às entidades de mercado a quantidade de ações dos acionistas que representarão; e devem fazer isso até o início do leilão.

As entidades de mercado deverão definir o horário até o qual essa comunicação poderá ocorrer. Isso conferiria maior flexibilidade na operacionalização do leilão ou procedimento especial.

3ª) O laudo de avaliação

As modificações no laudo de avaliação demonstram que os riscos da atividade de avaliação são elevados e este fato poderia afastar as melhores instituições do mercado.

3. a) Negociações privadas relevantes

A CVM determina que o laudo de avaliação considere o valor por ação em negociações privadas relevantes entre partes independentes envolvendo o controlador ou o ofertante nos últimos 12 meses.

Consideramos que a informação sobre negociações privadas relevantes é importante para os acionistas, mas ela não se insere no escopo da avaliação e, portanto, não deveria fazer parte do laudo. Essa informação provém do ofertante e não necessariamente reflete o valor da ação da companhia. Por isso, tal informação deveria, a nosso ver, constar tanto do laudo quanto das declarações do ofertante.

Parece-nos de pouca valia a simples declaração do valor por parte do ofertante, sendo necessária, igualmente, sua justificação. Como é dele a obrigação

de definir o preço justo numa OPA para cancelamento ou por aumento de participação, entendemos ser importante transferir a ele também essa obrigação, originalmente atribuída ao avaliador. Assim, o ofertante teria de explicar as razões pelas quais esse critério não foi adotado no momento da definição do preço justo da OPA (conforme consta da nova Instrução CVM nº 487/10, que derogou a antiga Instrução 361).

A CVM concluiu que a estimativa de sinergias não é sempre necessária nem é tarefa do avaliador. No entanto, caso o ofertante tenha estimado as sinergias, ele deve incluir essa estimativa no edital.

3.b) Declarações do Avaliador

A regra nova da CVM modifica um pouco as diversas declarações do avaliador quanto ao escopo de seus trabalhos e extensão de suas responsabilidades.

Em primeiro lugar, a nova regra eliminou o trecho da Instrução CVM nº 361/02 que afirmava que a avaliação não deve ser entendida como recomendação do preço da oferta.

Embora o laudo de avaliação, de fato, não seja uma recomendação de preço, o avaliador não tem como fazer uma recomendação de aceitação ou recusa da oferta, por estar impossibilitado de analisar todos os fatores que devem ser levados em consideração pelo investidor ao tomar sua decisão.

A nova regra também elimina da Instrução CVM nº 361/02 o trecho que expressamente dispensava o avaliador de conduzir uma verificação independente das informações da companhia ou de terceiros por ela contratados.

Em substituição, a regra passa a exigir que o avaliador declare que analisou a consistência, a coerência e a razoabilidade das informações e projeções da administração, ou de terceiros por ela contratados.

Segundo o nosso sentir, o avaliador não possui mecanismos para fazer uma verificação independente das informações que recebe da companhia, particularmente no contexto de ofertas hostis. O papel do avaliador, em nossa opinião, é somente aplicar metodologias financeiras às informações que recebe para produzir indicações de faixas de preço para as ações da companhia objeto.

O participante propõe que o avaliador declare, não que ele próprio analisou a consistência, a coerência e a razoabilidade das informações da companhia, mas, sim, que obteve confirmação do ofertante no tocante a esses atributos.

Houve a inclusão do dispositivo que exige do administrador a declaração de que analisou a razoabilidade e a consistência das informações recebidas.

O tempo nos dirá se a nova regra tornará o processo de avaliação mais longo e oneroso. Muitas instituições financeiras poderão vir a recusar a elaboração de laudo nos termos propostos ou só o farão por preço acima do razoável. Esses custos seriam injustificados, dada a natureza meramente informativa dos laudos.

As modificações ainda não são suficientes para alterar a realidade atual do mercado em que os laudos são elaborados no estreito interesse de quem os contratou e o avaliador ainda acaba por se limitar a incorporar a seu modelo de precificação os dados fornecidos pela companhia.

Para reverter esse cenário, acreditamos ser necessário que o avaliador declare que será responsável por conduzir uma verificação independente das informações recebidas da companhia, ou de terceiros por ela contratados, e as aceitará e utilizará, no âmbito de sua análise, salvo se entender que as mesmas não são consistentes. Havendo discordância sobre a consistência de informações, o avaliador apresentará um quadro-resumo enumerando os eventuais pontos de discordância e os motivos que balizaram a utilização de premissas distintas daquelas fornecidas pela companhia.

Contudo a qualidade atual dos laudos disponibilizados para o mercado com certeza será aprimorada. Portanto as modificações serão bem-vindas.

No entanto, a nosso ver, seria necessário ir além e, no mínimo, asseverar que, "embora o avaliador não seja responsável por conduzir uma verificação independente das informações recebidas da companhia ou de terceiros contratados, tal circunstância não o isenta de verificar a consistência das informações recebidas".

É sim obrigação do avaliador conduzir uma verificação independente das informações recebidas da companhia e responder por ela, nos termos do art. 8º da Lei 6.404/76, e é responsabilidade da diretoria fornecer ao avaliador informações e projeções completas, claras e objetivas.

Note-se que a regra da CVM para as OPAs não exige dos avaliadores que façam *due diligence* para verificar as informações recebidas; o que se exige é uma simples análise de consistência, de coerência e de razoabilidade.

A nova regra inclui, no conteúdo do laudo, declaração de que ele foi preparado para uso dos destinatários da OPA.

Embora o art. 4º-A da Lei 6.404/76 faculte aos acionistas minoritários a obtenção de seu próprio laudo de avaliação, para a defesa dos seus interesses, isso não demonstra que o primeiro laudo não se propõe a beneficiá-los.

3.c) Atualização do laudo

A nova regra esclarece que a CVM pode exigir, no prazo do registro da oferta, que o avaliador: (i) declare se o valor da companhia objeto sofreu alterações significativas após a data da avaliação; e (ii), em caso afirmativo, atualize o laudo.

A norma, portanto, passou a prever que a CVM pode solicitar ao ofertante que informe se houve alteração expressiva no valor da companhia e, em caso afirmativo, determinar a ele que solicite ao avaliador que atualize o laudo.

3.d) Outras questões relativas ao laudo de avaliação

A nova regra acabou com a obrigação de que, nas OPAs de permuta, as ações objeto da OPA e as ações dadas em pagamento fossem avaliadas pelos mesmos critérios.

Quando usados critérios diferentes, porém, o avaliador deve justificar essa escolha no laudo.

4ª) A possibilidade de condicionar a realização da OPA

A nova regra optou por regular essas ofertas, removendo seus aspectos coercitivos.

A norma prevê que os acionistas poderão ~~condicionar~~ a aceitação da oferta ao seu sucesso, o que remove o aspecto ~~coercitivo~~, porém sem impor um ônus excessivamente elevado para o ofertante.

Na regra anterior, os acionistas eram primeiro instados a aprovar ou não a OPA, o que implicava realização de uma assembleia especial ou a coleta de manifestações escritas; em seguida, havia a etapa da aceitação da oferta, que ocorria por meio do leilão. A coerção era evitada porque as duas etapas eram independentes: um acionista poderia manifestar-se contra a OPA, mas nem por isso ficava impedido de aceitá-la.

Agora, no entanto, tudo ocorrerá no leilão, o qual, portanto, precisará de procedimentos diferenciados para atingir a mesma finalidade da proposta anterior.

Nesse leilão, o acionista terá três opções: (i) aceitar a OPA; (ii) rejeitar a OPA; ou (iii) aceitar a OPA, mas somente na hipótese de ela ter sucesso.

O sucesso da OPA é definido apenas pelos acionistas que a aceitarem incondicionalmente, ou seja, decidirem-se pela opção (i) acima. Os acionistas contrários à OPA, mas que temam rejeitá-la para não se verem na situação ainda pior de permanecer na sociedade em caso de sucesso da oferta, poderão optar pela alternativa (iii) acima. Como se percebe, essa opção equivale ao que antes seria a manifestação contrária à OPA, seguida pela sua aceitação.

A nova regra atinge a mesma finalidade da anterior e tem a seu favor, além de maior simplicidade, o acompanhamento do preço e do nível de aceitação durante o leilão, permitindo a negociação entre o ofertante e os destinatários da oferta, o que já ocorre hoje nas ofertas de fechamento de capital.

As mudanças ora descortinadas restringem-se a ofertas parciais para a aquisição de controle.

A realização de uma oferta parcial é um direito legalmente assegurado ao ofertante, que estaria sendo obstado quando a CVM condiciona essa oferta à aprovação dos acionistas.

Como já descortinado acima, a autarquia tem competência legal para regular todas as modalidades de oferta, na medida necessária para assegurar o funcionamento eficiente do mercado e impedir práticas não equitativas. Isso inclui regular uma OPA para evitar que os acionistas sejam coagidos.

A CVM considera que não está impedindo a formulação de oferta parcial; está regulando o modo como os acionistas poderão aderir a essa oferta, visando impedir que eles sejam coagidos a aceitá-la. Não existe nada na Minuta que impeça o ofertante de realizar uma OPA parcial. Pelo contrário, as OPAs parciais são expressamente permitidas e reguladas.

Além disso, as mudanças trazidas pela nova regra sobre as OPAs parciais foram restringidas às OPAs para aquisição de controle, sobre as quais a CVM tem competência regulamentar expressa, conforme o art. 257, §4º, da Lei 6.404/76.

Segundo a regra, a aprovação da oferta pelos acionistas significa que mais da metade das ações em circulação deverá se manifestar favoravelmente à oferta, em assembleia ou por manifestações escritas.

5ª) A imutabilidade e a irrevogabilidade da OPA, após publicação do edital respectivo

1. Modificação e revogação

Após a publicação do edital, a Instrução prevê a modificação ou revogação da oferta somente nos casos de (i) melhoria da oferta ou renúncia do ofertante e (ii), tratando-se de OPA sujeita a registro, mediante autorização da CVM.

Impedir a revogação de ofertas voluntárias feriria o art. 429, parágrafo único, do Código Civil.

O propósito da regra foi realmente tornar as ofertas irrevogáveis e a CVM entende que pode fazê-lo com base nos art. 4º, III e VII, e 18, II, *a e b*, da Lei nº 6385/76. Esses dispositivos dão à CVM competência para assegurar o funcionamento eficiente de mercado e a equitatividade de suas práticas.

A divulgação de uma OPA causa impacto expressivo no mercado. A possibilidade de revogação de OPA cria incentivos para ofertas frívolas e até mesmo para manipulação do mercado, em benefício de pessoas que se aproveitariam do impacto da divulgação da oferta.

Portanto, para permitir que o mercado funcione de modo adequado, a CVM entende necessário obrigar o ofertante a renunciar à prerrogativa de revogar uma oferta, como normalmente lhe seria permitido pelo código civil.

Havendo modificação da OPA, o edital precisará ser aditado e o procedimento especial só poderá se realizar dali a 20 dias.

2. Definição de pessoa vinculada

A regra define "pessoa vinculada" como "pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse de outra pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos".

E presume-se representando o mesmo interesse de outra pessoa, fundo ou universalidade de direitos quem: (i) o controle, de qualquer forma, seja por ele controlado ou submetido a controle comum; ou (ii) tenha adquirido, prometido adquirir ou tenha opção para adquirir o controle acionário da companhia objeto, ou seja intermediário em negócio de transferência desse controle acionário.

A nosso ver, haveria representação de mesmo interesse também em casos de consórcios, *joint ventures* e veículos similares, por exemplo, as boutiques de M&A (*Mergger and Aquisition*).

NTIDIANO, Luiz Leonardo. *Sociedade Anônima*, Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

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

MPARATO, Fábio Konder. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro: Forense, 1982.

RRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade Anônima*, 2ª ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2003. *Sociedade Anônima*, 3ª ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2005.

STI, Renzo. *Operazioni intragrupo e OPA obbligatoria*, GC, 1993.

LUCCA, Newton e NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *A Oferta Pública de Aquisição de Ações, in Direito Societário: gestão e controle*, Maria Eugênia Reis Finkelstein e José Marcelo Martins Proença (coords), São Paulo: Saraiva (série GVlaw), 2008.

EURIET, Michel. *Les OPA en France*, Paris: Dalloz, 1991.

FERREIRO, José de Alexandre Tavares. *Alienação de controle de companhia aberta: o papel das instituições financeiras*, in Revista de Direito Mercantil, ano XVII, nº 30/116, São Paulo, 1978.

ALAN, François. *Les Offres Publiques d'Achat - L'Experience Anglaise*, Paris: LGDJ, 1969.

TEGA Y GASSET, J. *Meditaciones del Quijote*, in Revista de Occidente, Madri: Ed. de la Universidad de Puerto Rico, 1957.

RENTONI, Leonardo Netto. *Documento eletrônico - aplicação e interpretação pelo poder judiciário*, Curitiba: Juruá, 2007.

REIRA, Jorge de Brito. *A OPA obrigatória*, Coimbra: Livraria Almedina, 1998.

ADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. - Tag Along*, São Paulo: Ed. Quartier Latin, 2005.

IONATO, Frederico Augusto Monte. *Considerações sobre TAG ALONG e direito societário brasileiro*, RDM vol. 153/154, jan/jul 2010.

TH, Carlos Cardenas. *Regimen Juridico de las Ofertas Publicas de Adquisición*, Madrid: Civitas, 1993.

CONSEQUÊNCIAS DO INADIMPLEMENTO, POR UMA DAS PARTES, DE SUAS OBRIGAÇÕES AJUSTADAS NO CONTRATO DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

LEONARDO GUIMARÃES

1.) INTRODUÇÃO

1.1.) M&A – OPERAÇÃO QUE VEIO PARA FICAR

O Brasil tem experimentado, a exemplo do que já ocorre nos Estados Unidos desde a década de 80 principalmente, um *boom* no número de operações de M&A^{1,2}, bem como nos valores envolvidos nesses *deals*. Ocorrem, dia a dia, um sem número de operações em que empresas adquirem outras, conglomerados fundem-se, concorrentes compram concorrentes, empresas investem em outros setores que não os que, originalmente, atuam.

Entretanto faz sentido um movimento de união entre empresas? Como unir dois “inimigos” sob um mesmo teto? Tais perguntas são facilmente respondidas com dois resultados naturais de um processo de M&A: ganho com sinergia e crescimento de faturamento maior que o orgânico, ou seja, maior que aquele obtido, simplesmente, pelo aumento natural das vendas.

O ganho com sinergia é referente à economia que a empresa resultante da operação de fusão e aquisição consegue obter. Em alguns casos, o custo operacional pode ficar até 40% mais baixo. Esse fator é fácil de ser entendido ao observar que quase metade de diversos departamentos das empresas, como compras, pessoal e contábil, entre outros, será otimizado em uma só, levando à imediata redução dos custos envolvidos em suas operações.

Já o aumento de faturamento implementado pela compra de outra empresa dá condições – pelas novas características que a empresa assume – para que ela possa competir com os concorrentes, sejam mais fortes ou mais fracos,

1 M&A, ou *Merge & Acquisition*, é expressão em inglês utilizada de forma genérica pelo mercado para designar procedimentos de fusões e aquisições entre empresas.

2 Neste texto, serão utilizadas algumas expressões em língua inglesa, haja vista que o mercado brasileiro adota, sem restrição, tal linguagem em todas as operações de fusão e aquisição.