



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO CVM SEI 19957.003818/2018-41

Reg. Col. 1024/2018

Assunto: OPA para aquisição de controle de Eletropaulo Metropolitana
Eletricidade de São Paulo S.A.

Relator: Superintendência de Registros de Valores Mobiliários – SRE

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

Senhor Presidente,

1. Respeitosamente, divirjo do entendimento adotado pela maioria do Colegiado com relação à forma de organização da disputa entre os interessados em adquirir, mediante oferta pública de aquisição de ações (“OPA”), o controle da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. (“Companhia-Alvo”).
2. Em linha com o posicionamento da área técnica, entendo que a forma mais justa de organizarmos tal disputa é através da determinação de um leilão conjunto, sem possibilidade de interferência. Assim, os eventuais interessados em adquirir o controle da Companhia-Alvo devem lançar OPA concorrentes.
3. O leilão em bolsa não é a única forma de se organizar um processo competitivo de preço. Este caso ilustra bem essa assertiva, pois o que nele se discute, em última instância, são duas das possíveis formas de se organizar um leilão.
4. De fato, quando se determina que a disputa se dê através de editais de OPA e se fixa um prazo máximo para que os interessados indiquem a intenção de participar da disputa e para a apresentação de suas ofertas finais, se está, na prática, estabelecendo um mecanismo que, ao final, tende a emular um leilão de lances fechados. Embora se admita que cada ofertante vá progressivamente melhorando a sua oferta, o mais provável é que cada concorrente aguarde o final do prazo para apresentar sua melhor



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

oferta. Ao final do processo, será declarado vencedor aquele que oferecer o maior preço¹⁻². Para que o procedimento funcione de forma adequada, é necessário adotar mecanismos que garantam higidez à disputa.

5. Já o leilão em bolsa organiza a disputa de forma diferente³. A partir de um preço de referência – no caso em tela, o maior preço proposto pelos ofertantes – teríamos no dia do leilão incrementos sequenciais de preço (que, naturalmente, deverão observar o padrão mínimo de melhoria eventualmente estabelecido). Nesse caso, ao final do processo, será declarado vencedor aquele que fizer a última oferta.

6. A potencial combinação dos dois mecanismos não me parece adequada, especialmente quando a disputa em bolsa fica condicionada ao aparecimento de um novo concorrente, cujo prazo para manifestar a intenção é o mesmo conferido aos concorrentes atuais para melhoria de suas ofertas. Nesse caso, creio que não haverá total paridade de armas entre os concorrentes, uma vez que o potencial interferente terá uma informação adicional, desconhecida dos demais, referente à sua intenção de interferir, e, conseqüentemente, acerca do procedimento que seria ao final utilizado para a determinação do preço da OPA⁴.

7. Essa assimetria no tratamento das ofertas concorrentes, feitas na forma prescrita na Lei Societária, e das interferências compradoras, autorizadas na norma regulamentar, pode criar um incentivo para que, em um cenário de concorrência acirrada, concorrentes retardatários optem por esconder sua intenção de participar da disputa, bem como o

¹ Em benefício da síntese, assumo que todas as ofertas possuem as mesmas características e que a disputa gravita, portanto, exclusivamente em torno do preço por ação.

² Sem pretender aqui adentrar em discussões desnecessárias, assinalo que a literatura econômica indica mais de uma forma de se estruturar um leilão de lances fechados, incluindo os leilões de primeiro e de segundo preço.

³ Estou aqui me referindo ao cenário em que existe de fato uma disputa pelo bem no momento em que o leilão é processado. Faço essa ressalva porque no regime da Instrução CVM nº 361/2002, todas as OPA são ordinariamente efetivadas em leilão em bolsa de valores (artigo 4º, VII, da Instrução CVM nº 361/2002). Na prática, todavia, o único preço apregoado é usualmente o constante do edital. Tanto assim que na Audiência Pública nº 02/10 a CVM propôs substituir o leilão por um procedimento especial em bolsa, “tendo em vista que poucas vezes se adotou um verdadeiro leilão de OPA no Brasil”.

⁴ A proposta da B3 de admitir elevações de preço no leilão mesmo em casos em que não há interferência também resolveria esse problema. Tal interpretação, contudo, colide frontalmente com a regra do artigo 12, §7º, da Instrução CVM nº 361/2002.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

valor de suas ofertas, até que os concorrentes originais divulguem os preços que, salvo eventual interferência (que esses desconhecem), serão considerados para determinação da oferta vencedora. Tal incentivo é, no meu sentir, indesejável, pois premia aquele que adota um comportamento menos transparente.

8. Ademais, para a solução da aparente antinomia entre os §§2º, II, e 7º do artigo 12 da Instrução CVM nº 361/2002, deve-se considerar que este último dispositivo é mais específico do que o primeiro. Com efeito, o inciso II do §2º incide em toda OPA, inclusive nas OPA do artigo 257 da Lei nº 6.404/1976, enquanto o §7º estabelece uma especial para as situações em que é publicado edital ou solicitado registro de OPA para aquisição de controle concorrente.

9. Reconheço, todavia, que a regra não é clara e que a interpretação adotada pela maioria é também bastante razoável. De fato, o caso em análise trouxe a tona uma série de questões de extrema relevância referentes à OPA concorrentes – muitas das quais, a bem da verdade, acabaram solucionadas sem a intervenção da CVM – que indicam que o regime da Instrução CVM nº 361/2002 precisa ser mais uma vez revisto e aperfeiçoado.

10. Ademais, acompanho também a SRE no tocante à publicação de eventuais aditivos aos editais já publicados, pelas razões expostas no bem lançado memorando da área técnica.

11. Quanto aos outros pontos trazidos pela SRE, voto em linha com os demais membros do Colegiado.

Original assinado por
Gustavo Machado Gonzalez

Diretor