



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR Nº 19957.000710/2016-34

Reg. Col. 0510/16

Acusados: Lajeado Energia S.A. (Antiga Rede Lajeado Energia S.A.)

Assunto: Não realização de oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação, com infração ao disposto no § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76, bem como o art. 26 da Instrução CVM nº 361/02, considerada infração grave, nos termos do art. 36 da mesma Instrução.

Diretor Relator: Carlos Alberto Rebello Sobrinho

VOTO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de processo administrativo sancionador ("PAS") instaurado pela Gerência de Registros 3 ("GER-3"), da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE", "Acusação", "área técnica"), a partir de reclamação de acionistas da Investco S.A. ("Investco") protocolada na CVM em 2010, a qual foi tratada no Processo RJ2011-1770, criado para investigar a conduta de EDP Energias do Brasil S.A. ("Controladora", "EDP Energias"), Lajeado Energia S.A. ("Lajeado") – antiga Rede Lajeado Energia S.A. ("Rede Lajeado") –, EDP Lajeado Energia S.A. ("EDP Lajeado") e Paulista Lajeado S.A. ("Paulista"), que supostamente não teriam formulado oferta pública de aquisição de ações ("OPA") por aumento de participação em ações preferenciais de emissão da Investco, em infração ao disposto no § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76 ("LSA")¹, bem como ao disposto no art. 26 da Instrução CVM nº 361/02 ("ICVM 361/02")².

¹ LSA, Art. 4º, § 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.

² ICVM 361/02, Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro



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

2. A SRE, conforme MEMO/SRE/GER-1/Nº 184/2010, de 1.10.2010 (“Memo 184”, 0072466, fl. 14), decidiu que a EDP Energias deveria ter formulado OPA por aumento de participação para as ações preferenciais PNA e PNB de emissão da Investco.

3. Em 9.3.2011 a Controladora protocolou recurso contra decisão da SRE, recebido com efeito suspensivo (0184674, fl. 1), o qual foi indeferido em 2.8.2016 no âmbito do Processo RJ2011-2817, conforme voto do Diretor Relator Henrique Machado³, no sentido de que o limite previsto pelo art. 26 da ICVM 361/02, teria sido ultrapassado primeira e isoladamente pela Lajeado, o que tornaria devida a realização de uma OPA por aumento de participação destinada aos titulares de ações PNA e Ações PNB por parte deste acionista controlador.

4. Após indeferimento de pedido de reconsideração apresentado pela Lajeado, o pedido de registro da OPA foi protocolado em 10.10.2017 (037386), tendo sido deferido em 8.5.2018 (0511197). A OPA teve como destinatários apenas dois acionistas, os quais não manifestaram interesse em aderir à oferta após terem sido devidamente comunicados em 21.5.2018.

5. Paralelamente, o Processo RJ2011-1770 prosseguiu com sua tramitação, culminando na elaboração do Relatório de Análise RA/CVM/SRE/GER-3/N. 03/16, de 22.1.2016 (0124071), que recomendou a abertura de Processo Administrativo Sancionador - Termo de Acusação, do que resultou este Processo SEI 19957.000710-2016-34, no âmbito do qual foi elaborado Termo de Acusação (0159881), propondo a responsabilização da Lajeado por infração ao disposto no § 6º do art. 4º da LSA e do art. 26 da ICVM 361/02.

II. PRELIMINARES

6. Embora não tenha apresentado suas razões de defesa, a acusada propôs em 22.10.2019 a celebração de Termo de Compromisso, conforme detalhado no Relatório, reforçando alguns dos argumentos que foram apresentados no Processo RJ2011-1770. Entendo não ser oportuno nem conveniente a solução consensual deste PAS pelas razões que passo a expor.

7. Em primeiro lugar, entendo que a referida proposta é intempestiva: a decisão final da CVM naquele processo foi proferida em 2.8.2016 e ratificada em 11.7.2017. O

meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§ 1o e 2o do art. 37.

³ Disponível em http://www.cvm.gov.br/decisooes/2017/20170711_R1/20170711_D7695.html.



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

pedido de registro da OPA se deu em 10.10.2017 e esta veio a ser realizada em 21.5.2018, como descrito na cronologia detalhada na Seção IV do Relatório.

8. No bojo deste processo sancionador, o prazo para apresentação de defesa foi prorrogado em sucessivas ocasiões, tendo sido o último prazo estabelecido para 9.12.2016 (conforme despacho proferido pelo Diretor Gustavo Borba em 2.12.2016 – documento SEI 0194899). Antes de peticionar pela celebração de Termo de Compromisso, a última manifestação da acusada nos autos se deu em 23.6.2017 ao solicitar vista dos autos (documento SEI 0310663).

9. Em segundo lugar, a Instrução CVM nº 607/2019 (“ICVM 607/19”) prevê no § 1º do art. 82 que “O interessado deverá manifestar sua intenção de celebrar termo de compromisso no prazo para a apresentação de defesa”. Esta regra é excepcionada pelo caput do art. 84 da referida Instrução⁴, quando a análise e negociação de proposta intempestiva pode ser feita pelo Diretor Relator caso se entenda que há interesse público que determine a análise da proposta em casos excepcionais *tais como*: (i) oferta de indenização integral aos lesados pela conduta objeto do processo; e (ii) modificação da situação de fato existente quando do término do prazo de defesa.

10. Embora a realização da OPA tenha ocorrido após o término do prazo para manifestação de defesa, houve lapso temporal significativo desde a decisão final do Colegiado da CVM (11.7.2017) para que fosse apresentada proposta de Termo de Compromisso, a qual só veio a ser apresentada após o representante legal da acusada ter sido notificado que o PAS havia sido pautado para julgamento.

11. Desse modo, não vislumbro que esteja configurado o interesse público para celebração de termo de compromisso, estando o presente feito encontra-se maduro para julgamento. Ademais, entendo que a presente decisão consubstancia um pronunciamento norteador por parte deste Colegiado para orientar os participantes do mercado em situação semelhante à aqui apreciada, para que possam agir com estrita observância aos deveres e responsabilidades prescritos em lei.

12. Penso que a apreciação e eventual aceitação de proposta de Termo de Compromisso nestas hipóteses deve levar em conta a possibilidade de incentivar manobras protelatórias, devendo ser realizada apenas em casos excepcionalíssimos, como

⁴ Instrução CVM nº 607/2019, Art. 84. Em casos excepcionais, nos quais se entenda que o interesse público determina a análise de proposta de celebração de termo de compromisso apresentada fora do prazo a que se refere o art. 82, tais como os de oferta de indenização integral aos lesados pela conduta objeto do processo e de modificação da situação de fato existente quando do término do referido prazo, a análise e negociação da proposta poderá ser realizada pelo Diretor Relator.



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

preconizado pela ICVM 607/19, especialmente quando não foi apresentada nenhuma proposta prévia de celebração de Termo de Compromisso. Não se trata, portanto, de apreciar o conteúdo da proposta em si, mas sim o interesse da CVM na celebração do acordo, o qual não está configurado neste caso.

13. Ainda em sede de questões preliminares, creio ser conveniente explicitar o fato de que o mérito do Processo RJ2011-2817 se confunde com o mérito do presente processo, representando uma questão prejudicial que deveria ter sido reconhecida pela SRE, embora daí não decorra nenhum efeito prático, uma vez que o Colegiado da CVM decidiu em 2.8.2016 pela necessidade de formulação da OPA pela Lajeado.

14. A SRE pôde esquivar-se de fundamentar sua decisão de indeferir o efeito suspensivo pleiteado pela Lajeado no âmbito do processo RJ2011-1770, a despeito de determinação expressa da Procuradoria Federal Especializada (“PFE”) nesse sentido⁵, pois afirmou que a questão estava prejudicada em razão do julgamento do recurso administrativo pelo Colegiado em 2.8.2016.

15. Caso tal julgamento não tivesse ocorrido, poderíamos ter um cenário no qual o Colegiado da CVM teria que discutir se a OPA por aumento de participação deveria ou não ter sido formulada em sede de PAS, do que poderia resultar a condenação da Lajeado.

16. Como há identidade do mérito em discussão nos dois processos, não seria cabível que, ao apreciar posteriormente o recurso administrativo, o Colegiado da CVM se pronunciasse de maneira diversa, admitindo não ser necessária a formulação da referida OPA. Nesta hipótese, os efeitos decorrentes da OPA já realizada (com a decisão anterior do PAS nesse sentido) não poderiam ser desconstituídos.

17. Contudo, estamos diante da situação inversa. No âmbito do processo RJ2011-2817, o Colegiado acompanhou o entendimento do Diretor Relator Henrique Machado e indeferiu o recurso formulado pela EDP Energias, determinando a realização de OPA por aumento de participação pela Lajeado.

18. Independente da minha convicção quanto à decisão proferida anteriormente por este Colegiado, entendo não ser adequado que o mesmo Colegiado, ainda que com composição parcialmente diversa, se debruce sobre o caso e chegue a uma conclusão diferente.

⁵ DESPACHO n. 00176/2016/GJU 4/PFECVM/PGF/AGU, de 22.07.2016 (0137844).



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

19. Como já ressaltai, o mérito dos processos em questão é idêntico. Injustificável, pois, o prosseguimento dado ao PAS, sem embargo da competência da SRE para formular acusação, reconhecida pelo próprio Colegiado.

20. O que desejo ressaltar é que os requisitos de autoria e materialidade exigidos para elaboração de Termo de Acusação seriam verificados pelo próprio Colegiado da CVM ao julgar o recurso da EDP Energias. Logo, o PAS só deveria ter prosseguido com sua tramitação após esta decisão.

21. Situações como esta devem ser analisadas com cuidado pela área técnica, a fim de que os esforços entre as diversas áreas da autarquia sejam coordenados harmonicamente e que a atuação sancionadora da CVM seja mais eficiente.

III. MÉRITO

22. A OPA por aumento de participação decorre do § 6º do art. 4º da LSA, sendo definido no *caput* do art. 26 da ICVM 361/02 um critério quantitativo para aferição do impedimento da liquidez de mercado das ações remanescentes, qual seja, a aquisição de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie ou classe em circulação.

23. Conforme descrito pela Acusação, os fatos geradores da OPA por aumento de participação foram as aquisições, pela Rede Lajeado (atual Lajeado) de ações PNB em 12.4.2007 e de ações PNA em 28.4.2008, quando foi ultrapassado o limite de 1/3 previsto no art. 26 da ICVM 361/02.

24. Nas tabelas a seguir são apresentadas a evolução dos percentuais de ações PNA e PNB de emissão da Investco em circulação detidos pela Rede Lajeado, entendida pela Acusação como acionista controladora da Investco, tendo como pessoas vinculadas EDP Lajeado e Paulista, signatárias de Acordo de Acionistas.

Data	30.06.2000	12.4.2007	10.1.2007	17.3.2008	25.3.2008	28.4.2008	29.5.2008	18.8.2008
Rede Lajeado	-	6,42%	9%	11,40%	30,48%	49,16%	47,76%	47,67%
EDP Lajeado	-	-	-	-	-	-	0,52%	0,52%
Paulista Lajeado	-	-	-	-	-	-	0,89%	0,97%
Outros	100%	93,58%	91%	88,60%	69,52%	50,84%	50,84%	50,84%

Tabela 1. Participação em ações PNA de emissão da Investco

Data	30.6.2000	12.4.2007	1.10.2007	17.3.2008	24.4.2008	29.5.2008	21.8.2008
Rede Lajeado	-	37,50%	50%	87,50%	100%	93%	65,35%
EDP Lajeado	-	-	-	-	-	-	27,65%
Paulista Lajeado	-	-	-	-	-	7%	7%
Outros	100%	62,50%	50%	12,50%	-	-	-



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

Tabela 2. Participação em ações PNB de emissão da Investco

25. É importante frisar que a decisão do Colegiado em 2.8.2016 reconheceu que a responsabilidade pela realização da OPA por aumento de participação era da Lajeado (antiga Rede Lajeado), em razão das aquisições indicadas acima, e não da EDP Energias, atual controladora da Investco, como indicado pela SRE no Memo 184.
26. Após a referida decisão, o pedido de OPA por aumento de participação foi protocolado em 10.10.2017 e a oferta foi realizada por convite enviado aos dois acionistas que foram identificados pela Lajeado como seus destinatários, os quais não manifestaram interesse em aderir à OPA.
27. Nesse sentido, convém decidir acerca das consequências da realização superveniente de OPA por aumento de participação no tocante à responsabilidade da Lajeado por infração ao disposto no §6º do art. 4º da LSA e no art. 26 da ICVM 361/02.
28. Uma interpretação literal – e, a meu ver, restrita – dos dispositivos em questão pode conduzir ao entendimento de que, uma vez atingido o limite estabelecido, surge o dever de formular a OPA por aumento de participação, dever este cujo descumprimento intempestivo importa a necessária punição dos destinatários da norma.
29. Penso que deste entendimento pode resultar uma atuação sancionadora da CVM desproporcional e ineficiente em certas situações. As normas em questão devem ser aplicadas tendo em vista sua finalidade e as circunstâncias do caso concreto, pelas razões que passo a expor.
30. Adotando uma linha de interpretação teleológica, as normas do §6º do art. 4º da LSA e no art. 26 da ICVM 361/02 objetivam mitigar os efeitos deletérios da redução da liquidez das ações remanescentes, após o limite do percentual de ações em circulação ser ultrapassado, caso no qual se estabelece um limite *objetivo*⁶ de que há impedimento da referida liquidez.
31. As normas em apreço visam tutelar os acionistas que detêm certa espécie e classe de ações que, em razão da diminuição do número de ações em circulação, poderão sofrer prejuízos se decidirem negociar as suas posições. Nos casos em que tais prejuízos não ocorreram ou que eventualmente tenham sido ressarcidos, penso que a adequação do

⁶ Tal tratamento foi dado à questão por ocasião do julgamento do recurso da EDP ao Colegiado (Processo CVM RJ2011/2817, Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 2.8.2016) e em outros precedentes, como o PAS RJ2005/2789, Rel. SRE/GER-1, j. 9.8.2005 e o PAS RJ2012/14764, Rel. Dir. Otávio Yazbek, j. 30.7.2013.



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

limite estabelecido pela norma merece maior reflexão em face dos propósitos da atuação sancionadora da CVM⁷. Em qualquer caso, o critério adotado pela CVM só poderá ser modificado por meio de alteração da ICVM 361/02.

32. Gostaria de recuperar as considerações que fiz no âmbito do PAS RJ2017/3091⁸ a respeito da efetividade da atuação sancionadora da CVM após a concessão da dispensa de registro de oferta que, anteriormente, qualificava-se como regular. Entendo serem aplicáveis tais considerações ao presente caso, no qual se discute, em última análise, de atuação sancionadora da CVM após a realização da OPA por aumento de participação.

33. Em ambas as situações temos um quadro fático de descumprimento das normas da CVM: no primeiro caso, realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários irregular, com omissão no tocante ao pedido de registro da oferta ou dispensa de registro e, no segundo caso, omissão por não formulação da OPA por aumento de participação, a qual, pelas razões sustentadas no recurso interposto pela Controladora do Colegiado, os destinatários da norma procuraram justificar as razões para a sua não incidência.

34. Também em ambas as situações, temos uma atuação da CVM em sede de processo administrativo não sancionador do qual resultou, a meu ver, o saneamento da conduta previamente irregular.

35. No julgamento do PAS RJ2017/3091, analisei a finalidade das normas atinentes ao registro de ofertas públicas, cujo papel é garantir que as devidas informações sejam disponibilizadas ao público investidor, para que este tome suas decisões de investimento de modo informado e refletido. Sustentei, na ocasião, que (destaquei):

15. A meu ver, haja vista que a concessão do registro ou a sua dispensa tem como condição, no arcabouço regulatório atual, o cumprimento dos procedimentos e requisitos específicos previstos na legislação aplicável (seja para a concessão do registro, seja para o enquadramento nas hipóteses de dispensa), uma vez deferido o registro ou concedida a dispensa (automática

⁷ Como sustenta Thiago Saddi TANNOUS, “a fixação de uma porcentagem *abstrata* em princípio não é suficiente para quantificar a liquidez das ações emitidas pela companhia” (destaque no original, cf. TANNOUS, Thiago Saddi. *Proteção à Liquidez no Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 179).

⁸ PAS RJ2017/3091, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. 21.5.2019. Também me manifestei sobre o tema por ocasião do julgamento do PAS RJ2017/5471 (Proc. SEI 19957.011093/2017-83), Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. 11.12.2018.



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

ou mediante ato específico), haverá uma presunção relativa de regularidade da operação realizada e de que as informações prestadas acerca da operação são suficientes para a tomada de decisão pelo investidor.

16. Isso porque a concessão do registro ou o enquadramento da operação nas hipóteses de dispensa opera uma espécie de saneamento em relação à operação, no que diz respeito à suficiência das informações prestadas e ao atendimento dos procedimentos aplicáveis à realização da oferta.

17. Assim, não subsistiria, a priori, justificativa para a atuação sancionadora pela CVM em relação àquelas operações, diante do pressuposto de que foram legitimamente realizadas, pois observaram os requisitos impostos pela própria CVM.

36. De forma análoga, entendo que pode ocorrer uma espécie de saneamento da omissão prévia por não formulação de OPA por aumento de participação se, posteriormente, ocorrer o pedido de registro desta OPA e a sua realização, tendo como destinatários os acionistas que detinham ações da companhia antes do evento de restrição de liquidez e que ainda as detêm, dando a eles um evento de liquidez para que possam se desfazer das suas ações em uma oferta, e, adicionalmente, o ressarcimento de eventuais prejuízos suportados por investidores que venderam suas ações após o fato gerador da OPA, calculado pela diferença entre o preço de venda e o preço da OPA.

37. Assim como nos casos de contratos de investimento coletivo condohoteleiros em que passou-se a impor a concessão do direito de retratação aos investidores que tenham adquirido o CIC sem o registro ou dispensa de registro previsto na Lei nº 6.385/76, a CVM impõe, como condição à concessão do registro de OPA por aumento de participação que não foi realizada tempestivamente, o ressarcimento de prejuízo sofrido por acionistas por terem alienado suas ações a um valor inferior ao preço justo calculado para a OPA⁹.

⁹ No Processo RJ2003/4854, apreciado pelo Colegiado da CVM em 4.11.2003, a Cimpor do Brasil Ltda. formulou pedido de dispensa de OPA por aumento de participação à SRE, que condicionou a autorização do pedido ao atendimento de determinadas exigências, dentre as quais a necessidade de a ofertante assegurar o pagamento da diferença entre o preço que seria ofertado na OPA por aumento de participação que será realizada, preço este que a ser definido nos termos do parágrafo 4º do artigo 4º da Lei das S/A, e o preço pelo qual os ex-acionistas efetivamente venderam suas ações. O Colegiado decidiu que seria essencial que fosse assegurada aos acionistas que alienaram suas ações após a data em que a companhia atingiu o limite previsto no artigo 26 da ICVM 361/02 a diferença, caso houvesse, entre o preço a ser ofertado via OPA por aumento de participação e o preço pelo qual venderam suas ações. Ainda, em decisão de 8.1.2008, o Colegiado da CVM apreciou proposta de Termo de Compromisso em PAS RJ2007/1454 no qual ações da Granóleo S.A. foram adquiridas por sua controladora, em que foi assumida "Obrigação de Oferta de Pagamento Adicional", de forma a pagar, àqueles que porventura venderam ações ordinárias para



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

38. No presente caso, a SRE não fez tal exigência para o deferimento do registro da OPA por aumento de participação, como podemos ver nas manifestações nos documentos SEI 0382027, 0406357 e 0452321.

39. Adicionalmente, ao elaborar o Termo de Acusação, a SRE não identificou os investidores que venderam as ações PNA e PNB de emissão da Investco para a Rede Lajeado nem o preço pelo qual tais negócios foram celebrados. O caso das ações PNB é peculiar porque a totalidade destas ações foi adquirida pela Rede Lajeado, impossibilitando a realização de OPA por aumento de participação.

40. Em tais situações, entendo ser necessária a identificação de acionistas que eventualmente fizessem jus a pagamento adicional apto a restituir prejuízos sofridos em função da venda de suas ações por um preço menor que o preço que lhes seria ofertado por meio de OPA por aumento de participação.

41. Tal providência, contudo, não foi exigida pela SRE, prejudicando a decisão do presente caso, não sendo possível verificar se houve prejuízo aos acionistas que venderam suas ações PNA e PNB em mercado após o fato gerador da OPA.

42. A interpretação do limite do art. 26 da ICVM 361/02 como um *limite objetivo* não permite a conciliação entre a disciplina jurídica vigente e a noção econômica de liquidez¹⁰, que não guarda relação direta com o percentual de ações detida pelo controlador, embora tenha sido essa a escolha do legislador, conforme a redação do § 6º do art. 4º da LSA .

43. Alguns critérios para aferição do impedimento de liquidez são sugeridos por Thiago Saddi Tannous em tese elaborada sobre a proteção à liquidez no mercado de

a então controladora entre a data em que o mercado deveria ter sido informado do aumento de participação e consequente OPA e a data em que a OPA foi efetivamente comunicada, a diferença entre o preço da OPA e o respectivo preço de venda das ações, devidamente corrigido pela TR mensal até a data de publicação do Edital da OPA. Ver também Processo RJ2007/1590, j. 29.5.2007 e Processo RJ2008/7040, j. 3.2.2009.

¹⁰ Em termos econômicos, liquidez pode ser definida como a capacidade de um investidor conseguir negociar imediatamente certo instrumento financeiro sem causar um impacto relevante nos preços – a capacidade de, quando desejar, negociar uma elevada quantidade de determinado ativo ao menor custo possível (cf. HARRIS, Larry. *Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*. Oxford: Oxford University Press, 2003, p. 394). A liquidez pode ou não ser associada ao tamanho do *spread*, mas outras medidas mais adequadas foram desenvolvidas ao longo do tempo, tais como a profundidade (*depth*) do livro de ofertas, a forma da distribuição das ofertas ao longo dos preços próximos às melhores ofertas e a sensibilidade dos preços a negócios envolvendo grandes quantidades (cf. ALDRIDGE, Irene. *High Frequency Trading: a Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems*. 2. ed. New Jersey: Wiley, 2013, p. 173).



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

capitais brasileiro, juntamente com uma crítica à regulação vigente (destaques no original)¹¹:

Mais relevante do que o simples atingimento de uma porcentagem pelo acionista controlador é examinar o **comportamento do mercado** em relação às demais ações emitidas pela companhia.

Após as aquisições realizadas pelo acionista controlador, a quantidade de negócio aumentou, diminuiu ou permaneceu inalterada? O **bid-ask spread** sofreu alguma variação significativa? A quantidade de ordens de compra e venda em aberto foi alterada substancialmente? Houve desequilíbrio no fluxo de ordens? [...]

Embora a concentração acionária seja, inegavelmente, um fator relevante para a liquidez do mercado acionário, o percentual detido pelo controlador, por si só, muitas vezes não dirá absolutamente nada sobre a **profundidade**, a **amplitude** e a **resiliência** do mercado.

Por esses motivos, a premissa implícita ao art. 4º, §6º da Lei das S.A.[...] representa o **pecado original** da solução regulatória vigente no Brasil: faz-se referência à **liquidez**, mas se requer que sua mensuração seja feita com base em um critério que, isoladamente, é de todo insuficiente para esse fim [...] é como se a **liquidez** constante da expressão "**impedimento de liquidez**" não fosse a **liquidez** "dos economistas" - com a qual se importa os participantes do mercado de capitais.

44. Com base nas considerações acima e, tendo em vista a finalidade da norma, podemos apreciar o argumento aduzido pela EDP no recurso apresentado ao Colegiado, no sentido de que as ações preferenciais de emissão da Investco jamais teriam tido qualquer perspectiva de liquidez e não teriam sido destinadas a investidores que pretendessem ter em sua carteira ações com liquidez, pelo que não se poderia dizer que quaisquer aquisições realizadas pela EDP impediriam a "liquidez de mercado das ações remanescentes".

¹¹ TANNOS, Thiago Saddi. *Proteção à Liquidez no Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 180. O autor aponta uma contradição interna na LSA no que diz respeito ao conceito de liquidez, pois este é utilizado de forma diversa no afastamento de direito de recesso no caso de ações de companhia que sejam dotadas de liquidez e dispersão no mercado (arts. 136-A, § 2º, II e 137, II da LSA), quando se toma como premissa de liquidez a participação da espécie/classe da ação em índice representativo, a ser definido pela CVM (o art. 9º da ICVM 565/15 definiu o Índice Ibovespa para tanto) e não a participação do controlador (medida de dispersão acionária).



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

45. Se estivéssemos na esfera penal, tal argumento resultaria, à primeira vista, na constatação de um crime impossível pela ineficácia absoluta do meio¹², afastando a tipicidade da conduta do agente (como posso impedir uma liquidez que nunca existiu?).

46. O Diretor Henrique Machado, ao apreciar o recurso da EDP ao Colegiado, concluiu pela desnecessidade de qualquer juízo de valor sobre a liquidez das ações, pois a verificação da ultrapassagem do limite de 1/3 do *free float* deve ser feita de modo objetivo. Como mencionei anteriormente, não seria adequado, no presente caso, voltar à análise do processo não sancionador ou discordar do entendimento adotado pelo Colegiado na ocasião.

47. Creio que o termo "impedimento" trazido nas referidas normas deve ser entendido de forma prospectiva, isto é, há impedimento de liquidez se os acionistas remanescentes após a ultrapassagem do limite puderem sofrer prejuízos decorrentes da diminuição do número de ações não detidas pelo controlador ou pessoas a ele vinculadas.

48. Na hipótese de que as ações em circulação não tenham mudado de mãos após as aquisições realizadas pelo acionista controlador em 2008, ensejando a obrigatoriedade de realização da OPA, pondero que a não adesão dos dois acionistas destinatários da OPA formulada pela Lajeado é um indício de que não sofreram prejuízos, haja vista não terem aproveitado a janela de oportunidade consubstanciada pela oferta, permanecendo com sua posição em ações PNA.

49. Pelo exposto, considero inadequado e irrazoável a punição de uma companhia que não formule OPA por aumento de participação por infração ao disposto no §6º do art. 4º da LSA e no art. 26 da ICVM 361/02, quando:

- (i) É interposto recurso administrativo contra o entendimento da SRE que determinou a realização da OPA – se o Colegiado decide pela não incidência, o PAS perde seu objeto – e, no caso da decisão do Colegiado da CVM manter o entendimento da área técnica,
- (ii) O cumprimento superveniente da obrigação imposta pelas referidas normas, em conjunto com:

¹² Código Penal, Decreto-Lei 2.828/1940, Art. 17. Não se pune a tentativa quando, por ineficácia absoluta do meio ou por absoluta impropriedade do objeto, é impossível consumar-se o crime.



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

- a. Verificação, *in concreto*, de que não houve impedimento de liquidez, com a inexistência de prejuízo, ainda que potencial, para os acionistas remanescentes; ou
- b. O devido ressarcimento de prejuízos sofridos pelos acionistas decorrente do evento de restrição de liquidez, se houver e se forem devidamente demonstrados.

50. No presente caso, concluo que, se não houvesse prejuízo aos acionistas que venderam suas ações após o fato gerador da OPA ou se estes fossem ressarcidos por meio da OPA realizada posteriormente, deveria ser afastada a responsabilidade da controladora da companhia, cujas ações já não tinham liquidez.

51. No entanto, não foi demonstrada a inexistência de prejuízo aos que venderam suas ações após a Rede Lajeado (hoje Lajeado) ultrapassar o limite do art. 26 da ICVM 361/02, nem houve providências para eventual ressarcimento, pelo que a Lajeado deve ser responsabilizada por sua omissão, ao não formular a OPA por aumento de participação.

52. Embora tenham transcorridos cerca de 30 (trinta) meses entre o período em que as ações foram adquiridas pela controladora – fato gerador da OPA – e a determinação da SRE, deve ser considerada como circunstância atenuante a favor da acusada o fato de que a omissão se protelou ainda mais no tempo em razão da pendência de julgamento de recurso contra decisão da SRE que determinou à realização da OPA e, ainda, a sua posterior realização¹³.

IV. RESPONSABILIDADES

53. Por todo o exposto, nos termos do art. 11, I, da Lei nº 6.385/76, voto pela imposição da penalidade de **advertência** à **Lajeado Energia S.A.** por infração ao disposto no § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76, bem como no art. 26 da Instrução CVM nº 361/02, considerada infração grave, nos termos do art. 36 da mesma Instrução.

É como voto.

Rio de Janeiro, 29 de outubro de 2019.

¹³ Adicionalmente, no PAS RJ 2004/4627 foi imposta penalidade de advertência à I. B. Sabbá S/A, controladora da Fiação e Tecelagem de Juta da Amazônia S/A, por ter aumentado sua participação nesta sem a devida oferta pública, apesar de ter formulado, posteriormente, pedido de registro de OPA para cancelamento de registro de companhia aberta (Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. 28.1.2005).



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

Carlos Alberto Rebello Sobrinho
DIRETOR RELATOR