

CONSULTA DA SRE AO COLEGIADO - OPA UNIFICADA E EXIGÊNCIAS PARA REGISTRO

OFERTANTE: MOSSI E GHISOLFI INTERNATIONAL S/A

ALIENANTE: RHODIA BRASIL LTDA.

ALIENADA: RHODIA STER S/A

RELATOR: DIRETOR WLADIMIR CASTELO BRANCO CASTRO

RELATÓRIO

Trata-se de consulta formulada pela SRE ao Colegiado acerca de pedido de registro de OPA unificada, nos termos do parágrafo 2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002⁽¹⁾, visando ao cancelamento do registro de companhia aberta da Rhodia Ster (OPA para cancelamento de registro) e também ao cumprimento de obrigação prevista pelo art. 254-A da Lei nº 6.404/76⁽²⁾ (OPA por alienação de controle) - cf. fls. 225.

Inicialmente, a consulta se referia aos seguintes pontos:

- requeria manifestação do Colegiado caso estivesse em desacordo com a seguinte exigência: considerando que a OPA era relacionada "a uma alienação de controle contratada em moeda estrangeira" (fls. 231), exigiu-se que o preço da oferta "fosse convertido para a moeda corrente nacional à taxa de câmbio vigente na data da alienação de controle - R\$ 3,6585/US\$ 1 na compra e R\$ 3,6593/US\$ 1 na venda (média em 04/10/2002) e capitalizado por taxa representativa do custo do dinheiro no tempo desde a data da referida alienação até a data da liquidação financeira do leilão da OPA" (fls. 230);
- solicitava a manifestação do Colegiado "sobre o procedimento de liquidação financeira a prazo sujeita a ajustes futuros que a Ofertante pretende utilizar" (fls. 231); e
- mencionava a competência do Colegiado, declarada no citado parágrafo 2º do art. 34 da Instrução 361, para autorizar a unificação de duas modalidades de OPA (fls. 231).

Tal consulta também informava que "em 04/12/2002 foi encaminhado à Ofertante o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1497/2002 ..., contendo exigências a fim de adequar o Processo à legislação vigente. O Ofício fazia a ressalva de que a apreciação pelo Colegiado desta Autarquia do procedimento diferenciado e da proposta para a unificação da OPA poderia ensejar exigências suplementares. Até a presente data o Ofício não foi respondido" (fls. 228).

Tendo em vista que a presente consulta foi encaminhada ao Colegiado antes de o interessado se manifestar acerca das exigências que lhe foram formuladas, devolvi o processo à SRE para manifestação sobre a resposta do interessado às exigências formuladas pela área (cf. folha de despachos).

Sem ter chegado a um termo com a requerente do registro acerca das exigências apresentadas, a SRE retornou o processo ao Colegiado, desta feita anexando informações sobre a mudança do assessor da OPA - antes era o Bank of America S/A, passando a ser o Banco BBA Creditanstalt S/A, em processo de alteração na denominação social para "ItaúBBA" (fls. 243 e 306) - e apresentando novo questionamento, acerca do:

- "tratamento que (foi) dado à dívida que a Rhodia-Ster tinha com seu antigo controlador - Rhodia S.A., uma sociedade anônima com sede na França (...)", sobre o qual "esta CVM tem recebido reclamações de investidores" (fls. 640).

Apresentados os problemas, passo a propor o voto, em que procurarei arrolar as demais informações constantes dos autos que entendo fundamentais ao deslinde da consulta, seguindo a ordem dos itens aqui disposta. É o Relatório.

VOTO

Item a) - sobre a taxa de câmbio e a data de conversão adotada na oferta:

Informa o analista Claudio Maes que a SRE considerou aceitável a cotação R\$ 3,6562/US\$ 1, para o dia 04/10/2002, registrada na minuta de edital de oferta pública às fls. 307. Assim, a consulta ao Colegiado, quanto a esse aspecto, ficou prejudicada.

Ademais, o Colegiado já se manifestou sobre questão análoga quando a SRE proferiu consulta sobre a OPA para alienação de controle da Companhia Paraibuna de Metais que, por sinal, obteve seu registro.

Item b) - sobre o procedimento de liquidação financeira a prazo sujeita a ajustes futuros:

O problema foi apresentado pela SRE da seguinte forma (fls. 229):

"A Ofertante, conforme exposto na Seção 2 do Edital de OPA (às fls. 8 a 12), oferece aos acionistas que alienarem suas ações no Leilão duas formas alternativas de escolha para a liquidação financeira do Leilão:

- A primeira opção é uma liquidação a prazo, com quatro datas de pagamento – 31/12/2002, 15/05, 31/07 e 31/10 de 2003. A Ofertante depositaria a quantia a ser paga ao acionista em uma conta-corrente bancária, tal quantia seria capitalizada até a data do último pagamento e se sujeitaria aos mesmos ajustes previstos pelo Contrato e descritos pelo item 1.4 supra; e
- A segunda opção é uma liquidação financeira usual – os acionistas receberiam a totalidade dos valores referentes à alienação de suas participações, pelo preço justo, em um único pagamento à vista, em moeda corrente nacional.

3.3) Ressalte-se que parte dos ajustes listados pelo item 1.4 supra também serão procedidos com base na data inicialmente prevista para o primeiro pagamento – 31/12/2002 –, o que significa que **caso já haja algum eventual ajuste a ser realizado, o preço da oferta sofrerá alteração**.

3.4) Não há um consenso entre os técnicos desta GER-1 acerca da legalidade da forma de liquidação financeira proposta pela Ofertante e descrita pelo item 3.2 (i) acima. Há dois entendimentos distintos, a saber:

- A forma proposta não é válida porque, tendo em vista os ajustes futuros a serem realizados, **os acionistas que optarem pela liquidação a prazo – item 3.2 (i) supra – podem, eventualmente, receber pelas suas participações alienadas um valor inferior ao preço justo**, o que

configuraria infração às normas legais pertinentes; ou

- ii. A forma é válida porque o pagamento do preço justo está garantido – item 3.2 (ii) supra. Caso assim desejem, **os acionistas podem receber o preço justo à vista**. Ou seja: a possibilidade de se sujeitarem aos ajustes é uma alternativa proposta aos acionistas que desejarem incorrer no risco inerente à gestão da companhia. A Ofertante ao adicionar uma alternativa ao que prevê a Instrução, está ampliando as opções do público-alvo da oferta. Os acionistas escolheriam a opção que preferissem, por sua conta e risco."

Aqui entendo, à luz da letra da Lei, não haver razão para maior controvérsia, pois o mandamento contido no parágrafo 4º do art. 4º da Lei das S/A [\(3\)](#) me parece obedecido na oferta em exame.

Tal mandamento dispõe que, para fechar o capital de uma companhia, seu controlador deverá *"formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo (...)"* (grifei). Ora, o ofertante efetivamente formulou uma oferta pública a preço tido como justo, inclusive pela SRE, a considerar-se o transcrito acima das fls. 229, qual seja, o preço a ser pago à vista.

A estranheza da área técnica talvez tenha sido causada pelo fato de o ofertante acrescentar uma possibilidade ao aceitante da oferta, possibilidade esta, ressalte-se, restrita à alçada de ofertante e aceitante, dado tratar-se de negócio jurídico privado envolvendo direitos de natureza patrimonial, estando efetivado o dever de haver oferta pública a preço *justo*, como manda a Lei.

Vale dizer que a opção de pagamento a prazo estende ao destinatário da oferta as mesmas condições contratadas na alienação do controle, o que a nós parece mais uma garantia a ser gozada pelo aceitante da oferta do que uma restrição a seus direitos.

Item c) - sobre a unificação de duas modalidades de OPA, na forma do parágrafo 2º do art. 34 da Instrução 361:

Quanto a este ponto, vale uma leitura atenta do citado dispositivo regulamentar:

"Art. 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso.

(...)

§ 2º A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta." - grifou-se e sublinhou-se.

Temos, então, expressos no regulamento, dois pré-requisitos à autorização da OPA unificada, quais sejam: (i) que a compatibilização dos procedimentos de ambas as modalidades seja possível, e (ii) que não haja prejuízo para os destinatários da oferta.

O primeiro passo do exame do pedido de OPA unificada, por parte do Colegiado, entendo que deva ser a verificação da opinião da área técnica acerca do atendimento aos mencionados pré-requisitos.

Noto haver um prenúncio da opinião da SRE às fls. 230 do presente processo, onde se lê, no item 4.3 do MEMO/SRE/GER-1/Nº 004/2003:

"Atendidas as exigências desta área técnica, entendemos serem compatíveis os procedimentos de ambas as modalidades da presente OPA e que não há prejuízo aos destinatários da oferta".

Noto também, por oportuno, que a questão do atendimento às exigências da SRE por parte da ofertante ainda não foi resolvida. Tanto que na última página dos presentes autos (fls. 677) consta despacho em que a GER-1 ainda tece considerações acerca de exigências que devam ser atendidas.

Assim, visto que não foi definido o que vai constar do edital da OPA, seria impossível definir *in concreto* a existência ou não de *prejuízo aos destinatários da oferta*, nos termos da Instrução CVM 361, quer tenha esse prejuízo natureza informacional, econômica, ou outra.

Contudo, a necessidade de dar celeridade a procedimentos como este recomenda que o juízo acerca da possibilidade da OPA unificada deva ocorrer simultaneamente à fase de atendimento às exigências da área técnica.

Assim, entendo que, para este caso, fundamentado na já mencionada opinião da GER-1 (fls. 230), teoricamente seria possível acolher-se o pedido de OPA unificada, cabendo à área técnica verificar o atendimento aos pré-requisitos estabelecidos pelo parágrafo 2º do art. 34 da Instrução 361.

Considerando, ainda, cuidar-se no presente, não de uma decisão a respeito da unificação da OPA, mas sim de uma resposta a uma consulta da SRE, posso manifestar-me, por ora, no sentido de que não vislumbro prejuízo de natureza econômica ao aceitante da oferta, caso esta seja feita nos termos tratados no item anterior, no que respeita às opções de pagamento à vista pelo preço *justo*, ou a prazo, seguindo-se as mesmas condições estabelecidas na alienação do controle.

Por fim, sugiro estudar-se a alteração da Instrução 361, no sentido de dar competência à SRE para apreciar os pedidos de unificação de OPAs, o que, no meu entender, (i) não traria prejuízo à qualidade do exame de tais pleitos, visto que estariam sob à égide de área especializada, (ii) não feriria o objetivo do mencionado regramento, e (iii) daria maior agilidade aos procedimentos análogos ao presente.

Item d) - sobre o tratamento dado à dívida que a Rhodia Ster tinha com o antigo controlador:

No que tange à esta última questão, merecem transcrição excertos do MEMO/SRE/GER-1/Nº 056/2003, acostado às fls. 577-580 e também às fls. 640-643, que dispôs:

"A Ofertante pleiteia que seja aprovada a formulação de uma OPA unificada, nos termos do § 2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução"), visando ao cancelamento do registro de companhia aberta da Rhodia-Ster S.A. ("Rhodia-Ster") – OPA para cancelamento de registro – e ao cumprimento da obrigação prevista pelo art. 254-A da Lei nº 6.404/76 ("Lei") – OPA por alienação de controle. Ademais, propõe que tal oferta seja realizada utilizando-se uma modalidade de liquidação financeira a prazo com eventuais ajustes futuros nos valores a serem pagos aos acionistas que alienarem suas participações.

Em conseqüência do pleito acima referido, esta GER-1 propôs a essa SRE, em 08/01/2003, o encaminhamento ao Colegiado da CVM do Processo em referência, por intermédio do MEMO/SRE/GER-1/Nº 004/2003, nos termos do art. 34 da Instrução, não tendo sido apreciado até a presente data (10/03/2003) pelo Colegiado.

Ocorre que esta CVM tem recebido reclamações de investidores questionando o tratamento que (foi) dado à dívida que a Rhodia-Ster tinha com o seu antigo controlador — Rhodia S.A., uma sociedade anônima com sede na França, sobre a qual discorreremos abaixo:

DÍVIDA DA RHODIA-STER:

Trata-se de créditos detidos pela Rhodia S.A. contra Rhodia-Ster no valor aproximado de US\$ 138.500.000,00, com juros de 10% a.a., decorrentes de mútuos firmados entre as partes. Essas dívidas tinham vencimento anual e eram sempre roladas próximo às datas de vencimento por mais um ano;

A Rhodia S.A., por intermédio de sua controlada Rhodia Brasil Ltda, alienou as ações correspondentes ao controle acionário da Rhodia-Ster à Ofertante pelo valor de US\$ 21.500.000,00, equivalente a US\$ 12,02/ote de mil ações;"

Continua o MEMO/SRE/GER-1/Nº 056/2003:

"A Ofertante adquiriu da Rhodia S.A., ainda, por intermédio de contrato de cessão, os créditos que esta detinha contra a Rhodia-Ster, pelo valor de US\$ 138.500.000,00;

(...)

Visando atender ao disposto no parágrafo 4º do art. 4º da Lei, bem como o disposto no art. 8º da Instrução, A Ofertante contratou o Bank of America – Brasil S.A. ("BoFA") para confeccionar Laudo de Avaliação da companhia;

Da conclusão do Laudo de Avaliação deve constar declaração do avaliador acerca do critério que lhe parece o mais adequado para definição de preço justo. No presente caso, o critério do fluxo de caixa descontado foi considerado pelo avaliador como o mais adequado à definição de preço justo (fls. 2 do Laudo);

Tal valor foi de US\$ 9,62/por lote de mil ações, representando cerca de 80,05% do valor pago por lote de mil ações na alienação do controle." - grifei e sublinhei.

(...)

A Ofertante, na condição de novo acionista controlador e de credor da Rhodia-Ster, também repactuou as dívidas desta por mais um ano, com taxa de juros média de 7,53% a.a., uma vez que se tratam, na verdade de seis contratos de mútuos.

QUESTIONAMENTO DOS MINORITÁRIOS:

Entendem que parte do valor pago pela Ofertante à Rhodia S.A. pelos créditos que esta detinha contra a Rhodia-Ster embutem parcela relativa ao valor da companhia, uma vez que (se trata) de uma dívida que sempre foi rolada, não descapitalizando, portanto, a Rhodia-Ster, exceto pelo pagamento de juros, e que o novo acionista controlador já acenou que usará para com a Rhodia-Ster do mesmo tratamento, ao rolar, por mais um ano, a referida dívida;

Ademais, as projeções feitas pelo avaliador demonstram que: (i) os empréstimos e financiamento de curto prazo variam de US\$ 106 milhões a US\$ 120 milhões de 2002 a 2011, sem existirem novos financiamentos/empréstimos nem no curto nem no longo prazo, tratando-se, claramente, de rolagem da presente dívida (fls. 25 do laudo); (ii) o fluxo de caixa livre projetado da Rhodia-Ster não permite o pagamento dessa dívida, por gerar montantes inferiores ao principal (fls. 29 do laudo);"

Continuação do MEMO/SRE/GER-1/Nº 056/2003:

"Tal dívida deveria ser considerada uma perpetuidade e trazida a valor presente pela mesma taxa de desconto utilizada para o fluxo de caixa futuro gerado pela atividade operacional da companhia.

NOSSAS CONSIDERAÇÕES:

Tecnicamente, a confecção do laudo de avaliação pelo BofA está correta, ao nosso sentir, seguindo os manuais de avaliação de empresas atualmente adotados;

Tal entendimento é também dos minoritários. Eles não têm questionado a forma como o laudo foi confeccionado, uma vez que foi observada a boa técnica;

A questão central é: O que levaria um investidor a comprar pelo valor de face atualizado um crédito com prazo de um ano (US\$ 138.500.000,00), e que de antemão já se sabe que, por pelo menos dez anos o devedor não gerará caixa suficiente (fls. 29 do laudo) para amortizá-lo integralmente, sob pena de prejudicar a sua continuidade operacional?

Em que pese tratar-se de dois patrimônios distintos detidos pelo mesmo credor: (i) um referente ao controle acionário da Rhodia-Ster, representado pela propriedade das ações ordinárias em quantidade suficiente para deliberar os rumos e negócios da companhia; (ii) outro representado pelo crédito contra a companhia controlada, oriundo de mútuos firmados com esta, difícil é compreender como tal credor encontraria um investidor disposto a pagar 100% do valor do crédito, cujo devedor está com o seu patrimônio líquido negativo, além de considerar-se o questionamento feito acima (item 16)?

Como se pode depreender do item 8 acima, o valor do endividamento é inversamente proporcional ao valor da companhia, quanto maior aquele menor este e vice-versa;

CONCLUSÃO/SUGESTÕES:

Iniciamos esta seção reproduzindo na íntegra o texto constante do §1º do art. 11 da Instrução: "§ 1º Da publicação do instrumento da OPA constará, ainda, se for o caso, a data do deferimento do pedido de registro da OPA na CVM, com a informação, em destaque, de que o deferimento do pedido de registro da OPA não implica, por parte da CVM, garantia da veracidade das informações prestadas, julgamento sobre a qualidade da companhia objeto ou o preço ofertado pelas ações objeto da OPA" (grifo nosso);

Tal dispositivo reflete uma das políticas de divulgação de informações seguida pela CVM, sendo a responsabilidade da veracidade das informações, no caso"

Continuação do MEMO/SRE/GER-1/Nº 056/2003:

"específico de OPA, do Ofertante e da instituição intermediária, nos termos do art. 7º, §§1º e 2º da Instrução;

Isto posto, entendemos ser temerária a intromissão da CVM na relação contratual firmada entre Mossi & Ghisolfi International S.A. e Rhodia S.A., objeto da cessão de créditos em questão. Primeiro, em virtude da dificuldade em provar que parte do preço das ações relativas ao controle acionário da Rhodia-Ster está presente no preço pago pelos créditos. Segundo, seria difícil, na hipótese de se provar que há parte do preço das ações do controle acionário da Rhodia-Ster no preço pago pelos créditos, quantificá-lo. Salvo, na hipótese de estar expressamente estipulado no contrato de cessão de créditos que a referida aquisição é parte integrante do negócio de alienação de controle, entendemos que não se deve entrar nesse mérito;

(...)

Ao nosso ver, a melhor idéia seria incluir no Edital de Oferta Pública uma seção específica sobre a aquisição dos créditos, em que se resumiria a operação, constando ainda expressamente as responsabilidades da Ofertante e da Instituição Intermediária, quanto à veracidade das informações prestadas;

(...)

Em conseqüência, solicitamos encaminhar o presente Memorando à SGE, em complemento ao MEMO/SRE/GER-1/Nº 004/2003, visando juntar ao Processo CVM nº RJ/2002/07753, que está com o DWB, Diretor-relator do presente caso, para que o Colegiado da CVM possa orientar essa área técnica, quanto à decisão a ser tomada, em relação ao questionamento dos acionistas minoritários, acima exposto."

Esse memorando foi acompanhado de despacho do SRE no seguinte sentido:

"Em aditamento ao MEMO/SRE/GER-1/Nº 056/2003, gostaríamos de apresentar comentários sobre a questão da aplicação do artigo 254-A pela CVM, para que possam ser considerados pelo Colegiado na fixação de diretriz a esta área técnica, quanto à atuação frente à hipótese de redução do preço do 'tag along', em razão de negociações em paralelo entre o alienante e o adquirente do controle.

Como se sabe, o artigo citado prevê que a CVM, ao registrar a OPA, está autorizando a alienação de controle, depois de verificar que a oferta assegura o preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle."

Continuação do Despacho do SRE:

"Assim, a interpretação do GER-1 do disposto no §1º do artigo 11 da Instrução 361 parece-nos incompleta, haja vista a obrigação de verificação do preço a ser ofertado aos minoritários, nos termos do 254-A.

Quando o mencionado dispositivo estabelece que a CVM não julga o preço ofertado pelas ações objeto da OPA, em realidade demonstra que nós não entramos no mérito se o preço é bom ou ruim para o público alvo da OPA.

No caso do 'tag along' nós temos a obrigação de verificar se está sendo, realmente, oferecido na OPA os 80% do preço do controle.

Ademais, ao prosperar o raciocínio do GER-1, seria relativamente fácil burlar, com negócios paralelos, os requisitos do artigo 254-A, já que a CVM, com competência delegada pela lei para verificar a extensão de parte do preço negociado na alienação do controle aos minoritários, estaria aceitando sem contestação a informação prestada pelo ofertante.

Para tal, seria apenas necessário a existência de cláusula obrigatória em cada contrato de alienação de controle, de que os negócios paralelos entre as partes não seriam parte integrante do negócio de alienação de controle.

A magnitude do desafio de analisar os negócios paralelos sempre como integrantes do negócio do controle é enorme para a CVM, dada a precária estrutura de pessoal e de conhecimento especializado em avaliação de ativos, além da tradição regulatória da CVM de não entrar no mérito, mas sim exigir o 'full disclosure'.

Todavia, dado o previsto no citado artigo 254-A, não temos escolha e devemos sempre buscar analisar a consistência econômica na fixação do preço de todos os negócios que envolvem as partes do contrato de alienação de controle.

Assim, quando o GER-1 questiona o que levaria um investidor independente a adquirir créditos de difícil ou longa recuperação pelo valor de face, ele está discutindo a essência da questão que deve ser alvo da preocupação da CVM.

Entendemos que a atribuição de preço aos créditos, tal qual apresentada pelo ofertante, não apresenta consistência econômica. A consistência seria verificada se o crédito fosse adquirido pelo seu valor presente e, eventualmente, aplicado um desconto derivado da classificação do risco da devedora.

Para se ter uma idéia da relevância da questão para as finanças dos minoritários da Rhodia-ster, apresentamos em anexo um exercício para o cálculo do valor presente dos créditos adquiridos...

(...)"

Continuação do Despacho do SRE:

"Os resultados apurados demonstram que poderia estar havendo uma atribuição de valor indevida aos créditos adquiridos pelo novo controlador, na faixa de valor de US\$ 25 milhões a US\$ 72 milhões, que provavelmente se refere ao valor do controle.

Aplicando tal faixa de valor ao negócio envolvendo as ações, teríamos que o preço aos minoritários seria elevado entre 116% a 335%, dependendo da taxa de desconto utilizada.

Agindo assim, a CVM estaria cumprindo com sua obrigação de proteger as minorias, bem como, estaria a altura da confiança depositada pelo legislador, quando delegou-nos a competência de verificar a adequação do 'tag along'.

Todavia, para não nos afastarmos da tradição da regulação da CVM, baseada nos princípios da ampla divulgação das informações, nos termos do Voto CMN nº 426/78, propomos exigir no edital, com fundamento no inciso VI do artigo 10

da Instrução 361 e em adição ao sugerido pelo GER-1, a inclusão das seguintes informações sobre a aquisição dos créditos:

Declaração fundamentada do adquirente de que: (i) na fixação do preço de aquisição dos créditos foram considerados (a) o valor presente das dívidas, utilizando taxa de juros que reflita seu custo de oportunidade, e, (b) o desconto relativo ao risco de inadimplência da emissora, dada a magnitude do valor das dívidas e a situação patrimonial da empresa; e, (ii) assegura estar afastada a hipótese de que parte do preço das ações foi paga na aquisição dos créditos;

Declaração fundamentada do intermediário, nos termos do artigo 7º da Instrução 361, de que a atribuição do preço dos créditos adquiridos se deu em bases técnicas e que, por conseqüência, no exercício do seu dever de diligência, assegura estar afastada a hipótese de que parte do preço das ações foi paga na aquisição dos créditos. Complementando a declaração o intermediário deve listar as variáveis por ele consideradas na aquisição de créditos de terceiros" (fls. 635 a 639).

Quanto a esta última questão, concordo com a SRE quando ela propõe que a solução para a questão, no âmbito da CVM, está na garantia do full disclosure, isto é, na viabilização dos meios para que os destinatários da oferta pública tomem ciência de todas as informações a ela concernentes.

Isto porque a leitura conjunta da Lei e da Instrução que regulamentou o tema - em especial o já mencionado parágrafo 1º do art. 11 [\(4\)](#), disposto na parte

geral da Instrução CVM 361 - a meu sentir, indica não ser do escopo da CVM avaliar o preço ofertado pelas ações objeto de OPA, seja esta de alienação de controle ou cancelamento de registro, muito embora a CVM possa, sim, examinar a estrutura da operação como um todo.

Vale notar, ao ensejo, que a Lei Societária, no *caput* de seu art. 254-A⁽⁵⁾, estabelece a obrigatoriedade da realização de oferta pública que assegure ao *free float* um preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto.

Esse mesmo artigo, em seus parágrafos 2º e 3º, respectivamente, impõe à CVM (i) autorizar a alienação de controle de que trata o *caput*, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais; e (ii) estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o *caput*.

A própria Lei das S/A, contudo, me parece indicar o foro adequado à discussão acerca do valor a ser pago pelas ações na OPA que envolver cancelamento de registro, quando dispõe:

"Art. 4º - Omissis...

§ 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

(...)

Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º.

§ 1º O requerimento deverá ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias da divulgação do valor da oferta pública, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo os acionistas referidos no *caput* convocar a assembléia quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 (oito) dias, ao pedido de convocação.

§ 2º Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria.

§ 3º Os acionistas que requererem a realização de nova avaliação e aqueles que votarem a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública.

§ 4º Caberá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no art. 4º e neste artigo, e fixar prazos para a eficácia desta revisão."

Assim, como previsto nos artigos 4º e 4º -A da Lei Societária - e disciplinado nos artigos 23 e 24 da Instrução CVM 361 - nos casos em que há divergência entre acionistas e ofertantes acerca do valor da companhia, é facultado aos primeiros, desde que reunam, no mínimo, 10% das ações em circulação no mercado, a convocação de assembléia especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação ou a adoção de novo critério de avaliação da empresa.

Ora, entendo que não seria compatível com uma abordagem sistêmica da Lei que coubesse à CVM avaliar o preço da OPA em casos de alienação de controle, já que, como visto na extensa transcrição da Lei aí acima, quando se trata de cancelamento de registro, o preço da OPA é avaliado e discutido *interna societatis*, funcionando a CVM como mero *disciplinador do disposto nos artigos 4º e 4º-A*, que trata do registro de companhia aberta e de seu cancelamento.

Vale repisar que a CVM, ao regular a realização das ofertas públicas, dispôs, na parte geral da Instrução 361, não ser de sua competência aferir o preço ofertado pelas ações objeto de OPA.

Outrossim, quando cuidou especificamente da OPA para cancelamento de registro, a Instrução CVM 361 afirmou que:

"Art. 16 - Omissis...

I - o preço ofertado deve ser justo, na forma estabelecida no parágrafo 4º do art. 4º da Lei 6.040/76, e tendo em vista a avaliação a que se refere o parágrafo 1º do art. 8º ⁽⁶⁾; (...)" - sublinhei.

Já quando cuidou da OPA em razão de alienação de controle, a Instrução 361 tratou de preço apenas para os casos de alienação indireta de controle acionário, conforme dispõe o parágrafo 6º do ar. 29, *in verbis*:

"Art. 29 - Omissis...

§ 6º No caso de alienação indireta do controle acionário, o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/76, correspondente à alienação do controle da companhia objeto." - sublinhei.

Uma última anotação: verifico que, no caso concreto, o preço justo, a ser pago na OPA em razão do fechamento de capital, coincidiu com o valor correspondente aos 80% do valor pago por ação detentora do controle.

Tal fato nos leva à reflexão de que a unificação de OPAs prevista no parágrafo 2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002, quando pretender, por exemplo, alienação de controle e fechamento de capital, pode vir a se confrontar com a *necessidade* de que o preço *justo*, a ser ofertado em razão do fechamento de capital, seja equivalente a 80% do preço pago por ação componente do bloco de controle, ao menos para as ações com direito a voto. Em não o sendo, uma solução possível seria ofertar-se o maior valor dentre os dois, desde que respeitado o limite mínimo de 80% do preço de controle.

Assim, por todo o exposto, e com o intuito de contribuir para um exame mais ágil de situações semelhantes, encerro este voto propondo seja preparado

um estudo sobre a questão por parte da área técnica interessada.

Rio de Janeiro, 17 de abril de 2003

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor Relator

(1) Diz a Instrução CVM 361/2002:

"Art. 34 - *omissis*...

§ 2º A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta."

(2) Diz a Lei 6.404/76:

"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."

(3) Diz o mencionado dispositivo:

"Art. 4º - *Omissis*...

§ 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, **formular oferta pública** para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, **por preço justo**, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º -A." - grifou-se.

(4) Diz a Instrução CVM 361:

Art. 11. *Omissis*...

§ 1º Da publicação do instrumento da OPA constará, ainda, se for o caso, a data do deferimento do pedido de registro da OPA na CVM, com a informação, em destaque, de que **o deferimento do pedido de registro da OPA não implica, por parte da CVM, garantia** da veracidade das informações prestadas, julgamento sobre a qualidade da companhia objeto ou **o preço ofertado pelas ações objeto da OPA** ."

(5) 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*.

(6) Diz o mencionado dispositivo da Lei 6.404/76:

"Avaliação

Art. 8º A avaliação dos bens será feita por três peritos ou por empresa especializada, nomeados em **assembléia geral** dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.

§ 1º Os peritos ou a empresa avaliadora deverão apresentar laudo fundamentado, com a indicação dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados e instruído com os documentos relativos aos bens avaliados, e estarão presentes à **assembléia que conhecer do laudo**, a fim de prestarem as informações que lhes forem solicitadas." - grifei.