

VOTO

RELATÓRIO

1. Trata-se de recuso impetrado pela Douat Cia. de Participações ("Ofertante") contra decisão da SRE de indeferimento do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações (OPA) de emissão da Douat Cia. Têxtil ("Emissora"). A Ofertante também solicita a adoção de procedimento diferenciado, conforme o art. 34 da Instrução CVM n° 361/2002.

2. Segundo a companhia, em expediente datado de 25.06.2003, as razões principais para a solicitação deste procedimento diferenciado encontram-se no fato (i) das ações da companhia emissora estarem excessivamente concentradas, além (ii) da delicada situação patrimonial em que esta se encontrava – apresentando patrimônio líquido negativo à época – e (iii) da inaplicabilidade dos critérios constantes do art. 4°, §4° da Lei das SA para determinação de preço de oferta *justo*. Além disso, é chamada atenção para as restrições impostas ao caixa da Ofertante, devido à significativa movimentação de recursos em julho de 2001 destinados à companhia emissora sob a modalidade de aumento de capital.

3. Nesse contexto, face às frágeis circunstâncias de que está acometido o capital da Emissora, visando à redução de custos que seriam muito gravosos a esta companhia, a diferença entre o procedimento especial solicitado e o procedimento padrão de OPA reside na dispensa dos requisitos que se seguem: (i) contratação de instituição financeira intermediadora (art. 7°, Instrução n° 361), (ii) realização de leilão em Bolsa de Valores (art. 12, *idem*), (iii) método de aferição do sucesso da oferta estabelecido no art. 16 da Instrução n° 361/02 e (iv) laudo de avaliação (art. 8°, *idem*).

4. Sustenta a Ofertante ser desnecessária – em virtude do patrimônio negativo da emissora – a elaboração de um laudo, devendo ser adotado um "critério original", mais razoável para a avaliação do valor das ações objeto da OPA. Tal critério caracteriza-se pela divisão dos custos de realização de uma "oferta pública padrão" entre a quantidade de ações em circulação. No que tange à contratação de instituição intermediária, a Ofertante resolveu substituir a existência desta pela realização de um contrato de fiança com instituição financeira.

5. Em resposta ao novo pedido da Ofertante, a SRE emitiu o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/N°661/2003. Por meio desse, essa Superintendência solicitou o cumprimento de algumas exigências. Posteriormente a esse fato, diversas outras exigências foram feitas à companhia, que sempre encaminhava resposta de forma não satisfatória, sendo obrigada a fazer novas determinações.

6. Nesse contexto, em 02.03.2003, a SRE enviou à ofertante o OFÍCIO/CVM/SRE/N°1081/2003 (fl. 63). Neste ficava comunicado o indeferimento do pedido de registro de OPA, nos termos do art. 9°, §4° da Instrução n° 361/2002, por não terem sido cumpridas as exigências 2.5, 2.8.2, 2.10 e 2.21, apresentadas pelo Ofício n° 797/2003 e reiteradas no Ofício n° 974/2003.

7. Ademais, foi ressaltado que, devido ao indeferimento exposto, ficaram prejudicados os pedidos relativos à adoção de procedimento de OPA diferenciado, por não terem sido submetidos à apreciação deste Colegiado. Conseqüentemente, a Ofertante encaminhou resposta datada de 20.10.2003 na qual são expostas suas razões para que sejam reconsideradas as exigências feitas pela SRE e não fiquem prejudicadas as demais proposições relativas à adoção de procedimento de OPA diferenciado. Caso essa Superintendência mantivesse seu entendimento, solicitou também a companhia que o dissídio fosse encaminhado em grau de recuso a este Colegiado.

8. Assim, sobre a possibilidade de reconsideração da decisão de indeferimento do pedido de registro de OPA, a SRE expôs sua análise do caso no MEMO/SER/GER-1/N°229/2003 (fls. 85 a 93).

9. De plano, esclareceu a Superintendência que a participação dos titulares de ações em circulação não é tão irrelevante quanto alega a Ofertante ao dizer que as ações da Emissora estão excessivamente concentradas, sendo este um dos motivos para a adoção de procedimento diferenciado. A OPA e m questão destina-se a 438 acionistas, titulares de 4,55% do capital social total da Emissora – 2,39% do capital votante de 15,18% do capital preferencialista.

10. A respeito da possibilidade de dispensa da contratação de instituição intermediária, a SRE manteve a exigência desta contratação, tão essencial à OPA porque garante a liquidação financeira da Oferta, assegura a veracidade das informações prestadas pela Ofertante e a suficiência e qualidade das informações prestadas ao mercado. Outrossim, no presente caso, apesar de a companhia Emissora encontrar-se com o patrimônio líquido negativo, há a possibilidade de reversão desta situação a longo prazo, segundo o Relatório da Administração da companhia Emissora (fls. 76 e 77). Ademais, o prazo da Carta de Fiança emitida pelo Banco Safra não é suficiente para garantir a obrigação determinada pelo art. 10, §2° da Instrução n° 361/2002.

11. No que tange à dispensa do Laudo de Avaliação a que se refere o art. 8° da mesma Instrução, a SRE também manteve seu entendimento anterior de que essa dispensa não poderia ser concedida. Como razões foram colocadas:

- i. a afirmação de que o método de fluxo de caixa resultará necessariamente em valor negativo é mera especulação;
- ii. o assentamento de que a utilização do método de avaliação da companhia por múltiplos não é aplicável também não é razoável, uma vez que há diversas outras companhias do mesmo ramo da Douat Cia. Têxtil com registro em bolsa de valores (ex.: Buettner, Cedro e Cachoeira, Coteminas, Cremer e outras)
- iii. a falta de clareza nas informações sobre como os titulares de ações em circulação exercerão seu direito de revisão do preço da oferta, que no Edital é trazido de forma confusa;
- iv. a arbitrariedade do preço apresentado pela Ofertante, que não guarda nenhuma relação com o valor da companhia; e
- v. o fato da Ofertante não esclarecer em nenhum momento o que caracteriza uma "oferta padrão de cancelamento", sendo esse esclarecimento imprescindível uma vez que o custo dessa "oferta" foi o principal argumento para a apuração do preço oferecido pela Ofertante.

12. Finalmente, no que se refere à dispensa do leilão em bolsa de valores, a SRE entendeu que esta dispensa poderia ser concedida desde que assegurado um efetivo controle independente da OPA. Porém, a referida independência não é observada quando esse controle é exercido pela Ofertante, acionista controlador da companhia Emissora.

13. Ademais, apesar de a Instrução n° 361/2002 não exigir a divulgação do resultado da Oferta, essa publicidade estaria certamente comprometida pela falta do leilão. Uma vez que a Bolsa divulga o resultado das ofertas realizadas em seu recinto por meio do BDI (Boletim Diário de Informações) publicado

nos principais periódicos do país, a falta de leilão prejudica essa divulgação e o conhecimento do resultado da Oferta pelo mercado.

14. Além disso, deve-se atentar para o custo imposto aos acionistas, já que estes terão que enviar à companhia duas cartas registradas. Deste fato pode-se entender que a companhia transferiu àqueles o custo que esta incorreria caso providenciasse o leilão em bolsa de valores intermediado por instituição financeira.

15. Por último, no tocante ao critério de apuração do sucesso da OPA, a SRE relembra que o critério apresentado pela Ofertante, consistente na não oposição expressa dos titulares de ações representando mais de um terço do total de ações em circulação, surgiu durante o cancelamento do registro de companhia aberta do Banco do Estado de Pernambuco S.A. – Bandepe – sendo posteriormente também aplicado à Elevadores Atlas Schindler S.A. em OPA por semelhante motivo.

16. Nas hipóteses referidas, a concentração das ações das companhias emissoras era de fato extraordinária – no caso da Atlas Schindler, as ações em circulação representavam apenas 0,56% do capital social da companhia e, na OPA do Bandepe, representavam inexpressivos 0,00373% do capital total daquele banco. Todavia, no caso em análise, as ações em circulação não representam um percentual tão exíguo: 4,55% do capital social da Emissora encontra-se em circulação. Logo, não deve ser deferido o pedido de adoção deste critério, caso contrário arrisca-se banalizar tal procedimento.

17. Expostos esses argumentos, a SRE concluiu pela manutenção do indeferimento do registro de OPA solicitado pela Douat Cia de Participações, face ao descumprimento da exigência 2.8.2 do Ofício n° 797/2003 e do fato de não ser suficiente o prazo da Carta de Fiança apresentada, embora a Ofertante tenha atendido às exigências 2.5, 2.10 e 2.21.

18. Diante da delicadeza apresentada pela questão, não restando dúvidas de que as solicitações feitas pela companhia atingiam diretamente a direitos dos seus acionistas e tendo também em vista a situação econômica e financeira da emissora, cuja perpetuação é igualmente gravosa aos interesses daqueles, a meu pedido foi agendada reunião com a companhia ofertante. Esta ocorreu, por sua vez, em 28.11.2003 e estiveram presentes à audiência particular além da referida companhia, a SRE e esta diretora-relatora.

19. Nesta reunião ficou entendido que a Ofertante comprometia-se a contratar, sob risco de indeferimento do recurso interposto contra a decisão da SRE, instituição intermediadora para fazer o controle externo das manifestações e do percentual que determinará o sucesso da referida OPA, bem como obrigava-se a enviar àquela Superintendência avaliação recente da companhia Emissora a preços de mercado. Nesse contexto, embora o prazo da Ofertante tenha expirado em 10.02.2004, em 16.02.2004 ela protocolou cópia do instrumento de intermediação firmado com o Bônus Banval CCTVM Ltda., minuta de Edital de OPA e Laudo de Avaliação Patrimonial da Emissora.

20. Acerca desses documentos encaminhados intempestivamente, a SRE teceu alguns breves comentários:

- i. os mesmos não haviam sido devidamente analisados, porque este Colegiado ainda não apreciou o pedido de reconsideração da decisão de indeferimento proferida pela SRE;
- ii. todavia, uma rápida verificação já fora o suficiente para verificar a existência de erros que serão objeto de exigências caso o recurso seja acatado por este Colegiado;
- iii. também o Laudo de Avaliação não corresponde ao que ficou entendido na reunião do dia 28.11.2003, visto que ele abrange apenas o ativo imobilizado da companhia, sem mencionar, por exemplo, o estoque da Emissora – o qual estava contabilizado em R\$6.022 mil em 30.09.2003; e
- iv. o Edital de OPA se refere ao endereço eletrônico da Círculo S.A. como local onde estaria disponível o Edital para eventuais interessados.

## FUNDAMENTOS

21. Findo o prolongado período de exigências realizadas pela SRE à Ofertante em razão da imperfeita instrução do processo e após a reunião do dia 28.11.2003, é necessário fazer um saneamento do pedido da companhia requerente. Ao tempo da solicitação inicial de OPA com procedimento diferenciado, a Ofertante solicitava a dispensa de quatro elementos de uma OPA padrão de cancelamento de registro de companhia aberta, quais sejam: (i) contratação de instituição financeira intermediadora (art. 7º, Instrução n° 361), (ii) realização de leilão em Bolsa de Valores (art. 12, idem), (iii) método de aferição do sucesso da oferta estabelecido no art. 16 da Instrução n° 361/02 e (iv) laudo de avaliação (art. 8º, idem).

22. Porém, diante do contato mantido com a SRE ao longo de todo o trâmite deste processo e, principalmente, após a já mencionada reunião da companhia com esta diretora-relatora e aquela mesma Superintendência, a Ofertante reconheceu a necessidade de se protegerem os direitos dos titulares dos valores objeto da OPA em questão e como estes ficariam vulneráveis diante de algumas dispensas que estavam sendo solicitadas pela companhia. Assim, comprometeu-se a Ofertante a contratar uma instituição intermediadora e a obter um laudo de avaliação da companhia emissora. Sendo realizadas essas medidas, seriam protegidos os direitos dos acionistas que detêm os valores objeto da OPA que ora se discute.

23. Os documentos que comprovam que a Ofertante cumprira com o acordado na reunião foram protocolados nesta CVM, posto que intempestivamente. Em 16.02.2004, esta Comissão recebeu a cópia do instrumento de intermediação firmado entre a Ofertante e a Bônus Banval CCTVM Ltda., bem como a minuta de Edital de OPA e o Laudo de Avaliação Patrimonial da Emissora, realizado por CEAP – Consultoria, Engenharia de Avaliação e Projetos Ltda..

24. Tem-se, portanto, que esta análise acerca da possibilidade de conceder à companhia Ofertante a permissão para a realização de OPA com procedimento diferenciado perdeu seu objeto com relação a alguns elementos. Segundo o item 24 da minuta de Edital protocolada pela Ofertante, cabe a este Colegiado decidir apenas sobre a possibilidade de dispensar a companhia do item (ii) anteriormente mencionado – sendo este a realização de leilão em bolsa de valores – e da fixação do preço ofertado com base em laudo de avaliação.

25. Percebe-se, com isso, que a Ofertante desistiu tacitamente do pedido de dispensa do aferimento do sucesso da OPA com base no art. 16 da Instrução n° 361/02. Apesar de em nenhum momento a Ofertante ter declarado expressamente a perda do seu interesse na dispensa desse elemento, quer na reunião do dia 28.11.2003, quer em qualquer outro expediente protocolado nesta autarquia antes da referida reunião, a desistência da obtenção da dispensa desse requisito é o que se depreende da leitura do item 2 da minuta de Edital:

*"O cancelamento do registro de companhia aberta da emissora dar-se-á caso acionistas titulares de ações que representam 2/3 (dois terços) das ações em circulação no mercado aceitem a OFERTA ou concordem expressamente com o cancelamento do registro. (...)"*

26. Essa conclusão é exatamente aquela que se extrai do art. 16 da Instrução n° 361/02, que reza:

*"Art. 16. O cancelamento do registro de companhia aberta somente será deferido pela CVM caso seja precedido de uma OPA para cancelamento de registro, formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia aberta, e tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia objeto, observando-se os seguintes requisitos:*

*(...)*

*II – acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro, considerando-se ações em circulação, para este só efeito, apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA, na forma do art. 22." (grifou-se)*

27. Quanto ao primeiro elemento cuja possibilidade de dispensa é analisada, a Ofertante propõe um método alternativo ao leilão que se baseia nos seguintes procedimentos:

- i. os destinatários da OPA que desejarem alienar suas ações deverão solicitar, em 30 dias após a publicação do Edital, por meio de carta registrada, o Termo de Aceitação de Venda. Este deverá ser preenchido e remetido novamente à Ofertante, também através de carta registrada ou por meio de fax, o que caracterizará automaticamente a concordância do acionista com a Oferta;
- ii. já os destinatários que discordarem do cancelamento do registro de companhia aberta da Emissora deverão, contrariamente aos acionistas do item anterior, solicitar no mesmo prazo o Termo de Discordância e reencaminhá-lo a Ofertante devidamente preenchido, por fax ou carta registrada.

28. Importante é lembrar a posição mantida pela SRE em seu MEMO n° 229/2003, antes da reunião do dia 28.11.2003, sobre a eventual dispensa de leilão:

*"Com relação à dispensa de realização de leilão em bolsa de valores, nos termos do art. 12 da Instrução, entendemos ser plausível a sua concessão desde que seja assegurado um efetivo e independente controle operacional da OPA (...)" (fl. 90)*

29. Ora, uma vez contratada instituição intermediadora, esta será a responsável pelo controle operacional da OPA, porque esta é sua função, conforme se depreende da leitura do art. 7° da Instrução n° 361/02:

*"Art. 7º O ofertante deverá contratar a intermediação da OPA com sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento.*

*(...)*

*§ 2º A instituição intermediária deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, respondendo pela omissão nesse seu dever, devendo ainda verificar a suficiência e qualidade das informações fornecidas ao mercado durante todo o procedimento da OPA, necessárias à tomada de decisão por parte de investidores, inclusive as informações eventuais e periódicas devidas pela companhia, e as constantes do instrumento de OPA, do laudo de avaliação e do edital.*

*§ 3º A instituição intermediária deverá auxiliar o ofertante em todas as fases da OPA, e dele solicitar a prática dos atos necessários ao correto desenvolvimento da oferta, bem como a cessação de atividades que prejudiquem tal desenvolvimento, devendo interromper seus serviços em hipótese de recusa do ofertante, sob pena de não eximir-se das responsabilidades impostas nesta Instrução.*

*§ 4º A instituição intermediária garantirá a liquidação financeira da OPA e o pagamento do preço de compra, em caso de exercício da faculdade a que se refere o § 2º do art. 10.*

*(...)" (grifou-se)*

30. Outra conclusão não se tira da minuta de Edital protocolada pela Ofertante juntamente com a cópia do contrato de intermediação e o laudo de avaliação da Emissora. Naquela minuta, mais precisamente nos itens 4 e 5, claro está que será a Intermediadora a responsável pelo recebimento do pedido dos acionistas por um dos Termos (de Aceitação ou de Discordância), pelo seu encaminhamento aos acionistas e também pelo recebimento desses termos devidamente preenchidos.

31. Conforme os itens 6 e 8.2, é ressaltado de forma transparente que será a intermediadora a responsável pelo controle operacional da OPA, devendo ser a mesma também a responsável pelo encaminhamento a esta Comissão do resultado da Oferta. Outra obrigação da Intermediadora transparece na minuta de Edital, no item 8.1, sendo aquela a de garantir o preço ofertado.

32. Não deve ser esquecido, no entanto, que a companhia Ofertante deverá se preocupar em razoavelmente garantir a mesma publicidade que a OPA teria caso fosse realizado o leilão em bolsa de valores. Caberá à SRE acompanhar o cumprimento desse dever pela Ofertante e pela Intermediadora.

33. Será objeto também da análise dessa Superintendência a necessidade da manutenção do procedimento de cartas registradas para a realização da OPA tendo em vista a contratação de instituição intermediadora. O envio dessas cartas representa a transferência de um custo aos acionistas da emissora que perde sua utilidade diante da presença de uma intermediadora.

34. Diante dessas considerações, visto que a contratação de uma instituição intermediadora devolve à OPA a independência que lhe é extremamente necessária, não há motivos razoáveis para que o método alternativo proposto pela Ofertante não seja aceito por esta Comissão.

35. Certo de que é dever desta CVM proteger o mercado de valores nacional e garantir as condições necessárias ao seu livre desenvolvimento, esse objetivo, por um lado, não pode ser alcançado se não forem respeitados os direitos daqueles que nele investem. Por outro, é necessário que as companhias que nele emitem seus valores estejam saudáveis para garantir aos investidores os retornos a que esses fazem jus.

36. Portanto, uma vez resguardados os interesses dos acionistas – o que foi feito através da contratação de uma instituição intermediadora e da obtenção de um laudo de avaliação da companhia, que assegura que o preço ofertado seja justo – necessário se torna atentar também para os interesses da companhia. Mas, se o cancelamento do registro de companhia aberta detido pela Emissora, diante da situação econômica em que esta se encontra, se apresenta como a melhor alternativa para que ela possa voltar a realizar seu objeto social da melhor maneira para todos aqueles envolvidos com a companhia, sem dúvida os frutos desse cancelamento serão colhidos também pelos seus investidores.

37. Quanto ao preço ofertado, uma vez que ele não guarda relações com o laudo de avaliação apresentado, cujo valor é negativo, não há que se falar em dispensa de fixação do preço ofertado em laudo de avaliação. O que há é a necessidade de que a companhia esclareça os critérios utilizados para o estabelecimento do preço em R\$ 96,71, que deve guardar alguma relação com ela, mas que deverão ser posteriormente avaliados pela SRE. De qualquer forma, existindo um laudo de avaliação que ofereça claramente informações acerca do valor da companhia, não se trata de questão relativa a tratamento diferenciado.

38. Por fim, deve ser enfatizado que a avaliação sobre a suficiência da minuta de Edital, do contrato de intermediação e do laudo de avaliação da companhia emissora, bem como a concordância dos mesmos e de demais atos da companhia ao longo da realização da OPA com a lei e os dispositivos regulamentares concernentes, será objeto de análise da área técnica desta Comissão responsável por essa atividade. Deste modo, a decisão deste Colegiado não prejudica posteriores exigências que legitimamente poderá fazer aquela área técnica e que deverão ser cumpridas pela companhia. Sugiro, assim, que tanto na análise pela área técnica como no atendimento de novas exigências seja observado o prazo previsto no artigo 9º da Instrução CVM Nº 361/2002 como se tratasse de um novo pedido.

#### **CONCLUSÃO**

39. Ante o exposto, VOTO pelo acolhimento do recurso e conseqüente aprovação da realização de OPA com procedimento diferenciado pela Douat Cia de Participações, tendo por objeto as ações em circulação da Douat Cia Têxtil, caracterizando-se a diferença desse procedimento apenas na dispensa da realização de leilão em bolsa, expressa no art. 12 da Instrução CVM nº 361/2002.

Rio de Janeiro, 09 de março de 2004.

**NORMA JONSEN PARENTE**

**DIRETORA-RELATORA**