

**VOTO**

**RELATÓRIO**

1. Trata-se de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações (OPA) com a adoção de tratamento diferenciado, nos termos do artigo 34 da Instrução CVM Nº 361/2002, formulado pela Lince Participações e Empreendimentos Ltda. para cancelar o registro de companhia aberta da Círculo S/A, sua controlada, tendo sido solicitado o seguinte (fls. 1 a 4):

- a. a dispensa de apresentação de laudo de avaliação, previsto no artigo 8º da Instrução CVM Nº 361/2002, pois o único critério que pode ser utilizado na determinação do preço a ser ofertado aos acionistas titulares de ações em circulação decorre de mero cálculo matemático, consistindo no valor do último negócio com ações da companhia, o que se deu em 31.10.02. Esse preço resulta da inadequação dos demais critérios indicados no parágrafo 4º do artigo 4º da Lei nº 6.404/76, tendo em vista que a companhia possui patrimônio líquido negativo, não existem companhias abertas atuando no setor da companhia e são remotas as chances de rentabilidade da mesma;
- b. a dispensa da utilização do critério de aferição de sucesso da OPA inscrito no artigo 16, inciso II, da Instrução CVM Nº 361/2002, pois, tendo em vista a expressiva concentração de ações da companhia, a adoção de tal critério poderia impedir o cancelamento do registro de companhia aberta que ora se requer. Propõe-se, como alternativa, que o critério de avaliação do sucesso da OPA seja a não oposição expressa de mais de 1/3 dos titulares das ações da companhia em circulação no mercado, dentre as quais não se incluem aquelas detidas pelo ofertante, por pessoas a ele vinculadas, pelos administradores da companhia e aquelas que estiverem em tesouraria;
- c. a dispensa da realização de leilão em bolsa de valores, previsto no artigo 12 da mencionada Instrução, pois a companhia busca o deferimento de procedimento mais simplificado e menos oneroso possível, uma vez que a elevada concentração de suas ações, bem como sua delicada situação patrimonial, não justificam os custos da realização de um leilão em bolsa de valores;
- d. como alternativa ao leilão, sugere-se a adoção do seguinte procedimento:

- os destinatários da OPA que se interessarem em vender suas ações deverão, em um período de 30 dias contados a partir da data de publicação do edital, solicitar o "Termo de Aceitação de Venda" à instituição intermediária contratada, preenchê-lo e encaminhá-lo de volta à instituição intermediária;

- os destinatários da OPA que discordarem do cancelamento do registro de companhia aberta deverão, no mesmo prazo acima estipulado, solicitar à instituição intermediária contratada o "Termo de Discordância", preenchê-lo e remetê-lo de volta à instituição intermediária;

- tanto nos casos de aceitação quanto nos de discordância, os acionistas deverão manter suas ações indisponíveis para negociação até que ocorra a liquidação financeira da OPA, que ocorrerá em até 5 dias úteis após o término do prazo de 30 dias supramencionado;

- a instituição intermediária será a responsável pelo controle operacional da OPA, englobando, dentre outras atividades, as de verificar as manifestações recebidas e apurar o resultado da oferta. Também encaminhará à CVM, no prazo de 3 dias úteis, contados a partir do encerramento do prazo estabelecido para a liquidação financeira da oferta, o mapa descritivo da OPA, informando o sucesso ou não da oferta.

2. Em sua análise do pedido, a Gerência de Registros 1 – GER-1 manifestou-se nesse sentido (fls. 148 a 155):

**- com relação ao laudo de avaliação (artigo 8º da Instrução CVM Nº 361/2002)**

- a. em alguns casos, o laudo de avaliação é dispensável, porém jamais se pode abdicar da exigência legal de avaliação da companhia apurada com base em determinados critérios, não podendo o preço da OPA ser definido de forma discricionária pela ofertante;
- b. ao contrário do que se verificou no presente pedido, compete ao avaliador independente, e não à ofertante, indicar o melhor critério de avaliação para a aferição do preço justo;
- c. a afirmação de que o método de fluxo de caixa descontado resultaria em valor negativo é mera especulação e não condiz com as perspectivas otimistas demonstradas pela administração da companhia no Relatório da Administração constante da DFP/2002, acostado às fls. 115 do processo;
- d. quanto à alegação de que inexistem companhias abertas que atuem no mesmo setor da Círculo, conseguiu-se identificar, em consulta ao endereço eletrônico [www.imf.com.br](http://www.imf.com.br), outras 31 companhias abertas que atuam no mesmo segmento que a Círculo;

**- com relação ao leilão em bolsa de valores (artigo 12)**

- e. a dispensa de realização de leilão é plausível desde que seja assegurado um efetivo e independente controle operacional da OPA, principalmente no que diz respeito: (i) ao recebimento das manifestações de aceitação e discordância; (ii) à apuração do resultado da OPA; (iii) à indisponibilidade das ações durante o prazo da oferta; (iv) à liquidação financeira; (v) à aquisição de até 1/3 das ações ordinárias em circulação; e, (vi) se for o caso, ao procedimento de rateio entre os aceitantes;
- f. apesar de a ofertante ter informado que seria a instituição intermediária a responsável pelo controle operacional da OPA, ainda não foi celebrado o contrato de intermediação financeira, o que comprovaria a realização do procedimento proposto (fls. 157);
- g. ao propor que a OPA seja realizada com a dispensa de leilão em bolsa de valores, a ofertante não pode deixar de zelar pela minimização do risco operacional envolvido na operação, como o faz a CBLC nas operações realizadas em bolsa;
- h. ademais, sem o leilão em bolsa de valores, a divulgação do resultado da OPA restará prejudicada, pois, muito embora a Instrução não exija a sua publicação, a bolsa divulga o resultado das ofertas realizadas em seu recinto através do Boletim Diário de Informação, publicado nos principais periódicos econômicos do país;

- i. por fim, a não realização de leilão em bolsa, comprometeria a possibilidade de elevação do preço da oferta, conforme dispõe o artigo 12, parágrafo 2º, inciso I, da Instrução;

**- com relação ao critério de apuração de sucesso da OPA (artigo 16, inciso II)**

- j. o critério proposto pela ofertante já foi aprovado pelo Colegiado da CVM em duas situações anteriores, quais sejam, (i) no caso do pedido de registro de OPA para fechar o capital do Banco do Estado de Pernambuco – BANDEPE, situação em que se verificou, de fato, uma concentração extraordinária de suas ações (apenas 0,00373% do capital social da companhia não pertencia ao controlador nem aos administradores); e (ii) no caso do pedido de OPA para fechamento de capital de Elevadores Atlas Schindler S/A, onde apenas 0,56% das ações da companhia estavam em circulação no mercado;
- k. entretanto, no presente caso, os 5,78% do capital social da companhia que se encontram em circulação no mercado não permitem que se cogite a existência de uma concentração extraordinária de ações, conforme exigido pelo artigo 34, parágrafo 1º, inciso I, da Instrução CVM N° 361/02;
- l. em recente decisão referente a pedido de adoção de procedimento diferenciado formulado pela Companhia Cimento Portland Itaú, em que a companhia possuía 2,15% de seu capital social em circulação no mercado - percentual este inferior ao apresentado no caso ora sob análise -, não foi acatado o pedido de alteração de *quorum* no que tange ao critério de apuração de sucesso da OPA;

**- conclusões**

- m. o posicionamento da SRE, portanto, é o seguinte: (i) totalmente contrária à dispensa de laudo de avaliação (artigo 8º da Instrução CVM N° 361/02); (ii) favorável à dispensa de realização de leilão em bolsa de valores (artigo 12 da Instrução), desde que os termos do contrato de intermediação financeira ratifiquem todos os pontos do procedimento proposto; e (iii) totalmente contrária à não adoção do critério de apuração de sucesso de OPA inscrito no artigo 16, inciso II, da Instrução;
- n. a SRE chama atenção, ainda, para a possibilidade de vulgarização da dispensa de procedimentos que devem ser tratados, pela finalidade a que se prestam, de forma estrita; e
- o. por fim, a proposta da ofertante no presente caso transmite ao minoritário a responsabilidade acerca da manifestação ao adotar o *quorum* invertido, privando a OPA de um mecanismo vital, qual seja, o interesse da ofertante em atingir 2/3, utilizando-se do aumento de preços durante o leilão.

**FUNDAMENTOS**

3. Diante das alegações apresentadas pela companhia ofertante e das considerações feitas pela SRE, não me parece conveniente autorizar as dispensas referentes (i) ao laudo de avaliação; e (ii) à adoção do critério de aferição de sucesso da OPA previsto no artigo 16, inciso II, da Instrução CVM N° 361/02. No que diz respeito ao pedido de dispensa de realização de leilão em bolsa de valores, entendo que pode ser ele concedido, desde que sejam supridas as deficiências que serão mais adiante explanadas.

**I.**

4. Com relação ao **pedido de dispensa de laudo de avaliação**, a companhia sustenta a desnecessidade de tal laudo, uma vez que, dentre os critérios de avaliação constantes do artigo 4º, parágrafo 4º, da Lei n° 6.404/76, o único que poderia ser utilizado na fixação do preço a ser ofertado seria o valor do último negócio com suas ações, critério este que decorre de simples cálculo matemático e que, portanto, dispensaria a contratação de laudo de avaliação. Confira-se a redação do mencionado dispositivo:

"Art. 4º (...)

(...)

*§ 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)*

(...)"

5. Os demais parâmetros de avaliação inscritos no referido dispositivo, segundo a companhia, não poderiam ser aplicados ao presente caso em virtude de esta possuir patrimônio líquido negativo, além de serem remotas suas chances de rentabilidade e de não existirem outras companhias abertas atuando no mesmo setor.
6. No entanto, cumpre tecer algumas considerações acerca de tais alegações, as quais, a meu ver, não merecem prosperar. O fato de a companhia possuir patrimônio líquido negativo não inviabiliza a utilização, por exemplo, do método de fluxo de caixa descontado. Como apontou a área técnica, supor que a aplicação deste método resultará em valor negativo afigura-se mera especulação.
7. Ademais, a afirmação de que seriam remotas as chances de rentabilidade da companhia não se coaduna com as perspectivas extremamente otimistas apresentadas por sua administração nas Demonstrações Financeiras referentes ao exercício social de 2002 (fls. 115).
8. Relativamente à alegada inexistência de outras companhias abertas atuando no mesmo segmento de mercado – o que impossibilitaria a utilização do critério de comparação por múltiplos enunciado na lei societária –, a SRE identificou, em simples consulta a endereço eletrônico que trata de empresas de capital aberto, outras 31 companhias abertas que atuam no mesmo setor que a companhia objeto da OPA, não havendo razão, portanto, para se descartar tal método de avaliação.
9. Assim, não vejo como poder-se-ia dispensar o laudo de avaliação no presente caso.

**II.**

10. No que tange ao **pedido de dispensa de leilão em bolsa de valores**, é importante anotar que, sem esse procedimento, a princípio, restaria

prejudicado o controle operacional da oferta pública – controle este que nos leilões realizados em bolsa é desempenhado pela CBLC. A não realização de leilão em bolsa comprometeria, ainda, a publicidade e a possibilidade de elevação do preço da OPA, características relevantes de qualquer oferta pública.

11. A companhia propõe que o controle operacional da oferta seja exercido por instituição intermediária especificamente contratada para o exercício dessa função. Entretanto, de acordo com a área técnica, o contrato de intermediação financeira que estabelece os parâmetros desse controle operacional (fls. 197 a 203) ainda não se encontra inteiramente adequado à Instrução CVM N° 361/02, devendo, por isso, ser aperfeiçoado.

### III.

12. Sobre o **pedido de dispensa da utilização do critério de apuração de sucesso da OPA do artigo 16, inciso II, da Instrução CVM N° 361/02**, não entendo que tal pedido deva ser aceito.
13. A citada Instrução relaciona o sucesso da OPA à aceitação de, no mínimo, 2/3 dos destinatários da OPA. Já a companhia, em sentido diverso, propõe que o sucesso da OPA seja apurado com base na não oposição expressa de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação no mercado.
14. Trata-se, como se vê, de inversão do *quorum* exigido pela Instrução. Ao invés de o sucesso da OPA se dar com a aceitação de, no mínimo, 2/3 dos seus destinatários, a companhia sugere que o sucesso da mesma seja verificado caso não haja manifestação contrária de mais de 1/3 dos destinatários da OPA.
15. A adoção do critério sugerido pela companhia me parece excessivo, principalmente, porque transfere ao acionista discordante da OPA a responsabilidade de manifestar-se expressamente nesse sentido. Em se mantendo silente a respeito da oferta, restaria subentendido o posicionamento favorável do acionista com relação à OPA, o que nem sempre é verdade.
16. Além disso, a meu juízo, a dispensa da adoção do critério de sucesso da OPA inscrito no artigo 16, inciso II, da Instrução CVM N° 361/02 não deve ser concedida concomitantemente à dispensa do leilão em bolsa, sob pena de serem criados exagerados encargos e desvantagens aos minoritários alvos da OPA.
17. Em se autorizando as duas dispensas, criar-se-ia a inusitada situação que obrigaria os destinatários da OPA contrários à mesma a ainda terem que, expressamente e por conta própria, comunicar à companhia sua discordância dos termos da OPA. Parece-me demais.

### IV.

18. Por fim, devo me manifestar no sentido de que, quando não for autorizada a totalidade dos procedimentos diferenciados solicitados – como no caso em questão –, seja concedido um prazo para que a companhia ofertante supra as deficiências de seu pedido, bem como adequue documentos e contratos às exigências da CVM, de sorte que possa gozar do deferimento de seu pedido de registro de OPA.

### CONCLUSÃO

19. Ante o exposto, **VOTO** pelo indeferimento dos pedidos de dispensa (i) de leilão em bolsa de valores; (ii) de laudo avaliação; e (iii) de adoção do critério de apuração do sucesso da OPA constante do artigo 16, inciso II, da Instrução CVM N° 361/02.
20. Não obstante o indeferimento dos referidos pedidos, concedo à companhia um prazo de 30 (trinta) dias para que sejam adimplidos os termos dessa decisão e das exigências da área técnica referentes ao contrato de intermediação financeira, de modo que lhe seja permitido obter o registro da OPA para o fechamento de seu capital.

Rio de Janeiro, 27 de janeiro de 2004.

**NORMA JONSEN PARENTE**

**DIRETORA-RELATORA**