

Interessada: Souto Vidigal S.A.

Relator: Luiz Antonio de Sampaio Campos

Relatório

A área técnica relatou o caso às fls. 239 a 242 da seguinte forma:

"Com o intuito de elucidar os fatos, expomos abaixo o histórico da situação, as alegações da Ofertante, as nossas considerações e a conclusão:

1. HISTÓRICO

1.1. Em 13.11.2003, a Ofertante protocolizou nesta CVM o pedido de registro da OPA supracitada (fls. 01 a 03);

1.2. Em 10/12/2003, foi encaminhado à Instituição Intermediária o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1.438/2003 (fls. 45 a 48), contendo exigências relativas à documentação encaminhada, nos termos da Instrução, as quais não foram atendidas até o presente momento;

1.3. Cabe comentar que a referida OPA, proposta pela Souto Vidigal, tem por objetivo promover o cancelamento do registro de companhia aberta da mesma. Com esse intuito, a Ofertante pretende adquirir a totalidade das 55.072.921 ações de emissão da Souto Vidigal em circulação no mercado, todas ordinárias, representativas de 9,76% do seu capital social. Considerando que o preço ofertado pelas ações é de R\$ 750,00 por lote de mil, caso todos os acionistas venham a aceitar a aludida oferta, o valor total mínimo da OPA será de R\$ 41.304.690,75.

2. FUNDAMENTAÇÃO DO PEDIDO:

2.1. Conforme anteriormente mencionado, a Ofertante solicitou que a quantidade mínima de acionistas titulares de mais de 2/3 das ações fosse calculada sobre o montante total das ações em circulação da companhia e não sobre aquelas cujos titulares concordassem expressamente com o cancelamento do registro ou se habilitassem para o leilão de OPA, conceito de "ações em circulação" para efeito de atendimento à determinação contida no artigo 16 da Instrução;

2.2. A Ofertante não apresentou as razões para o pleito, mas informou que acionistas representantes, em conjunto, de mais de 2/3 das ações em circulação no mercado – segundo critério de definição de "ações em circulação" requerido – assinaram instrumento (fls. 72 a 171) manifestando a sua concordância com os termos e condições da oferta em tela, como se verifica por meio da tabela acostada às fls. 19;

2.3. Relativamente aos critérios de avaliação exigidos pelos incisos II e III do artigo 8º da Instrução – pelo patrimônio líquido contábil e pelo valor econômico da companhia objeto – este último calculado pela regra de fluxo de caixa descontado ou por múltiplos – observamos que não foram contemplados pelo Laudo de Avaliação da Souto Vidigal (fls. 175 a 233), sem que esta formulasse pedido de adoção de procedimento diferenciado quanto a esta questão;

2.4. O referido Laudo é o instrumento através do qual o Ofertante justifica perante o público-alvo de uma OPA o preço ofertado, apresentando o valor da avaliação da companhia segundo, pelo menos, 3 (três) critérios, conforme exigência da Instrução:

I – preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, nos últimos 12 (doze) meses, se houver, discriminando os preços das ações por espécie e classe;

II – valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas enviadas à CVM;

III – valor econômico da companhia objeto por ação, calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente;

2.5. Admite-se, ainda, outro critério diverso dos acima elencados para definição de preço justo, desde que aceito pela CVM;

2.6. A esse respeito, a Ofertante não analisou a companhia objeto pelo seu valor econômico, fundamentando essa decisão, tendo sido feita avaliação tão-somente pela metodologia do patrimônio líquido ajustado e do preço médio ponderado das ações. A argumentação baseou-se no fato de a Souto Vidigal ser uma *holding*, sem atividades operacionais, não havendo por parte da Administração qualquer expectativa de geração de fluxo de caixa constante no futuro, exceto em função das empresas operacionais nas quais investe, que foram avaliadas pela metodologia do fluxo de caixa descontado;

2.7. No que concerne à metodologia do patrimônio líquido contábil, esta não foi utilizada em virtude de os resultados obtidos com a aplicação da metodologia do patrimônio líquido ajustado serem mais precisos para refletir o valor econômico da companhia emissora, segundo opinião manifestada no Laudo de Avaliação (fls. 189).

3. NOSSAS CONSIDERAÇÕES:

3.1. Relativamente à solicitação de mudança do critério de verificação dos 2/3 necessários para cancelamento de registro de companhia aberta da Souto Vidigal, entendemos ser aceitável, tendo em vista ser mais difícil o atendimento desta condição, comparativamente à imposta pela Instrução. De fato, uma vez atingida a meta proposta pela Souto Vidigal, conseqüentemente a exigência normativa também se encontraria contemplada;

3.2. Entretanto, caso a Souto Vidigal não dispusesse de antemão da lista de acionistas concordantes com os termos da presente Oferta, tal mudança de regra não seria aconselhável, por colocar em risco o interesse dos acionistas que desejassem vender as suas ações, ao impor condição mais restritiva que a determinada pela Instrução;

3.3. No que tange à utilização do método do fluxo de caixa descontado, concordamos com a argumentação de que não seria apropriada à Souto Vidigal, sendo preferível a sua aplicação diretamente nas empresas operacionais controladas, no caso a Brasmetal Waelzholz S.A. e a União Brasileira de Vidros S.A.;

3.4. Como muito bem definido no próprio Laudo de Avaliação, ao descrever esse método: "*Essa metodologia se presta à avaliação de qualquer empresa operacional desde que possua um plano de negócios que seja consistente e factível, sendo especialmente indicada para empresas que tenham perspectivas razoáveis de expansão significativa de suas atividades, e cujo plano de negócios possa ser considerado adequado à obtenção desse crescimento, uma vez que essa metodologia reflete mais adequadamente o valor da empresa proveniente dos resultados futuros projetados*";

3.5. Finalmente, entendemos que a Souto Vidigal deveria ter sido avaliada também pelo método do patrimônio líquido contábil. Mesmo considerando a

alegação de que esta metodologia não é a mais apropriada à avaliação da companhia objeto, este critério de avaliação deveria ter sido utilizado, ao menos como parâmetro de avaliação, razão por que solicitamos a sua elaboração, no item 3.10 do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1.438/2003, às fls. 45.

4. CONCLUSÕES:

Feitas nossas considerações, nada temos a obstar quanto à mudança do critério de verificação dos 2/3 necessários para cancelamento de registro de companhia aberta da Souto Vidigal, assim como à dispensa do método de avaliação econômica desta *holding*.

No entanto, face ao anteriormente exposto, não concordamos com a omissão, no Laudo de Avaliação, do critério do patrimônio líquido contábil.

Isto posto, propomos encaminhar o presente Processo à SGE, para que o Colegiado desta CVM possa apreciar o pleito da Ofertante, nos termos do art. 34 da Instrução."

VOTO

Com o advento da Lei 10.303/01, o cancelamento de registro de companhia aberta passou a ser disciplinado pelos artigos 4º, §§ 4º e 5º, e 4º-A da Lei n.º 6.404/76, sendo posteriormente regulamentado pela Instrução CVM n.º 361/02.

Dispõe o § 4º do art. 4º da Lei n.º 6.404/76:

"Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

(...)

§ 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)

A Instrução CVM n.º 361/02 tratou das modalidades de OPA previstas na Lei n.º 6.404/76, estabelecendo uma série de regras — quanto ao registro, instrumento, intermediação financeira, leilão, publicação, vedações — bem como criou a possibilidade de a CVM, dentro do âmbito de sua competência, analisar, em situações excepcionais, se pode ser concedida a adoção de procedimento diferenciado, podendo haver, nesse caso, a dispensa de determinados procedimentos e / ou formalidades previstos na Instrução. Diz o art. 34 da Instrução CVM n.º 361/02:

"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.

§ 1º São exemplos das situações excepcionais referidas no caput aquelas decorrentes:

I - de a companhia possuir concentração extraordinária de suas ações, ou da dificuldade de identificação ou localização de um número significativo de acionistas;

II - da pequena quantidade de ações a ser adquirida frente ao número de ações em circulação, ou do valor total, do objetivo ou do impacto da oferta para o mercado;

III - da modalidade de registro de companhia aberta, conforme definido em regulamentação própria;

IV - de tratar-se de operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo, ou com atividades paralisadas ou interrompidas; e

V - de tratar-se de operação envolvendo oferta simultânea em mercados não fiscalizados pela CVM.

§ 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."

No caso em questão o que se pretende é obter autorização para realização de OPA para cancelamento de registro com procedimento diferenciado, na forma do art. 34 da Instrução CVM n.º 361/02 acima transcrito, o qual se daria pela (i) adoção de cálculo diferenciado para o cômputo da quantidade mínima de acionistas titulares de ações em circulação — sendo os 2/3 das ações calculados sobre o montante total das ações em circulação da companhia e não sobre aquelas cujos titulares concordassem expressamente com o cancelamento do registro ou se habilitassem para o leilão de OPA; e (ii) não avaliação da companhia objeto pelo seu valor econômico, uma vez que se trata de *holding*, sem atividades operacionais, não havendo qualquer expectativa de geração de fluxo de caixa constante no futuro, exceto em função das empresas operacionais nas quais investe, que foram avaliadas pela metodologia do fluxo de caixa descontado.

No que se refere à primeira condição proposta — cômputo do 2/3 das ações em circulação por todo o *free float* — tendo em vista ser condição mais onerosa que aquela prevista no art. 16 da Instrução CVM n.º 361/02 e que a Souto Vidigal possui de antemão a lista de acionistas concordantes com os termos da OPA, entendo que deva ser acatada.

Quanto à avaliação da companhia objeto, por se tratar de companhia *holding* sem atividades operacionais, e tendo em vista a avaliação econômica realizada das companhias investidas, entendo também que essa autorização deva ser concedida.

Isto posto, entendo que a decisão da área técnica deve ser mantida, no sentido de conceder o registro pleiteado na forma requerida, observadas, contudo, as demais exigências formuladas pela área técnica.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 27 de janeiro de 2004.

Luiz Antonio de Sampaio Campos

Diretor-Relator