

Assunto: Adoção de Procedimento Diferenciado – art. 34 da Instrução CVM nº361/02

Interessada: Banco BEM S.A

Relator: Luiz Antonio de Sampaio Campos

Senhores Membros do Colegiado,

A SRE relata os fatos nos seguintes termos:

"Requeru o Banco Bradesco S.A. ("Bradesco" ou "Ofertante"), representado pela Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários ("Intermediadora" ou "Instituição Intermediária") o registro de Oferta Pública de Aquisição de Ações ("OPA") ordinárias de emissão do Banco BEM S.A. ("BEM" ou "Emissora") – atual denominação do Banco do Estado do Maranhão S.A., CNPJ nº 06.271.464/0001-19, em virtude de haver adquirido o controle acionário desse banco, antes pertencente à União Federal ("União").

O Edital de Venda ("Edital"), formulado à época dessa aquisição estabeleceu a obrigatoriedade da realização de OPA destinada aos titulares de ações em circulação e fixou o preço mínimo a ser pago por lote de mil ações, correspondente a 80% do valor pago pela Ofertante à União na ocasião da alienação de controle, conforme obrigação legal prevista no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 ("Lei"), alterado pela Lei nº 10.303/01.

Em vista das peculiaridades da presente OPA, a Intermediadora solicitou a esta CVM autorização para realizá-la com procedimento diferenciado, com fulcro no artigo 34 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução"), no tocante aos seguintes pontos:

1. realização de OPA unificada: (i) por alienação de controle, em virtude da obrigação contratual de realizar OPA destinada os titulares de ações em circulação, além da obrigação legal, já mencionada neste memorando; e (ii) para o cancelamento de registro de companhia aberta;
2. utilização do critério de avaliação que fundamentou o valor econômico do BEM - Fluxo de Caixa Descontado – baseado no Sumário Executivo do Relatório Final de Avaliação Econômico-Financeira do BEM ("Sumário"), elaborado por ocasião do seu Leilão de Privatização, para definição de Preço Justo de que trata o art. 4º da Lei nº 6.404/76 ("Lei"), alternativamente ao Laudo de Avaliação de que trata o art. 8º da
3. Instrução. Em consequência, seriam dispensadas as declarações do avaliador, definidas no artigo 8º da Instrução, por não integrarem o referido Sumário;
4. isenção do disposto no *caput* e inciso I do artigo 15 da Instrução, caso não seja atingido o índice de aceitação de 2/3 dos habilitados, condição necessária ao cancelamento de registro de companhia aberta do BEM, procedendo-se, neste caso, à compra de todas as ações ofertadas pelos acionistas, e não somente de 1/3 das mesmas com o rateio referido neste inciso.

Para elucidar os fatos, expomos abaixo o histórico da situação, as alegações da Ofertante, as nossas considerações e a conclusão.

1. HISTÓRICO:

1. O BEM foi criado pelo Decreto-Lei nº 200, de 03.02.1939 e, em 2000, o Estado do Maranhão alienou suas ações para a União Federal. Com a federalização, o BEM participou do PND – Programa Nacional de Desestatização, o que culminou com a venda de seu controle acionário para o Banco Bradesco S.A., em leilão ocorrido em 10.02.2004;
2. O BEM foi incluído no Programa Nacional de Desestatização – PND – pelo Decreto nº 3.660/00, de 14.11.2000, em conformidade com o objetivo de desestatização da atividade econômica, conforme a regulamentação aplicável. Para a consecução desse objetivo, foi confeccionado o Edital (fls. 49 a 114), que explicitou o procedimento adotado para a venda do BEM e no qual foram identificadas as quatro instituições pré-qualificadas para participar do processo de alienação de suas ações, quais sejam, o Banco GE Capital S.A., o Banco Itaú S.A., o Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A. e o próprio Bradesco;
3. O Leilão de Privatização do BEM foi realizado na BOVESPA, em 10.02.2004, havendo o Bradesco sido declarado vencedor, por meio de uma oferta de compra superior em 1,07% o preço mínimo fixado;
4. A esse respeito, cumpre esclarecer o quanto segue:
 1. O preço das 360.202.009 ações ordinárias nominativas de titularidade da União, alienadas por ocasião do Leilão de Privatização do BEM, foi determinado pelo valor econômico obtido pelo Sumário, elaborado pelo Consórcio Máxima/Rosemberg – R\$ 225,52 por lote de mil ações;
 2. Desse total, 36.020.201 ações foram ofertadas aos empregados, com um deságio de 50% em relação ao valor de R\$ 225,52, correspondendo a R\$ 112,76 por lote de mil ações;
 3. Esse desconto concedido aos empregados, que configurou mera discricionariedade do alienante, tornou-se um ônus a ser suportado pelo adquirente do BEM, no caso o Bradesco;
 4. Desta maneira, o adquirente, ao invés de pagar R\$ 225,52 por lote de mil ações, teve por base de valor inicial para o lance em Leilão, o valor de R\$ 238,05 pelo mesmo lote, sendo essa diferença de R\$ 12,53 correspondente ao desconto concedido aos empregados, revertido para o mesmo;
5. Em virtude dessa alienação de controle, o novo controlador – Bradesco – foi obrigado, por determinação legal, a estender a Oferta aos acionistas minoritários, tendo protocolizado expediente nesta CVM em 12.03.2004, solicitando a realização de OPA com adoção de procedimento diferenciado, segundo acima mencionado, mediante documento acostado às fls. 01 a 10;
6. A OPA em tela destina-se a adquirir até 36.191.064 ações ordinárias, representativas de 10,04% do capital social do BEM, de titularidade de diversos acionistas.
7. Dentre esse montante, 36.020.201 ações – objeto da Oferta aos empregados do BEM – constam no Instrumento desta OPA como de propriedade da União, pelo fato de a composição acionária que instruiu esse documento datar de fevereiro de 2004, sendo a última atualização disponível no processo. Entretanto, por força da cláusula 3.3.1.5 do Edital (fls. 58), as citadas ações atualmente pertencem

aos empregados que as tenham adquirido, ou, no caso de sobras, ao Bradesco, cabendo aos demais acionistas somente 170.863 ações de emissão desta companhia, ressaltando-se que a atualização da referida composição acionária foi objeto de exigência constante de ofício enviado à Intermediadora;

8. O preço de compra das ações corresponde a R\$ 225,52 por lote de mil, acrescido da variação da SELIC, *pro rata temporis*, desde 10.02.2004, data da aquisição do BEM pelo Bradesco, inclusive, até a data da liquidação financeira da oferta, exclusive, determinando um valor da Oferta correspondente a R\$ 8.161.808,75.

2. ALEGAÇÕES DA OFERTANTE:

Apresentamos a seguir uma exposição dos pontos concernentes ao procedimento diferenciado, incluindo a fundamentação da intermediadora para cada solicitação:

2.1. Unificação da OPA

A aquisição das ações do BEM por intermédio do Leilão de Privatização impôs ao adquirente, por força da cláusula 5.2 do Edital, uma série de obrigações, dentre as quais:

"O adquirente das ações ofertadas no LEILÃO (NOVO CONTROLADOR) e seus eventuais sucessores, a qualquer título, estarão obrigados, solidariamente, de forma irrevogável e irretroatável, a cumprir rigorosamente as seguintes obrigações especiais, exercendo para tal, se necessário, seu direito de voto nas Assembléias Gerais e dando ciência de tais obrigações especiais a seus eventuais sucessores, a fim de:

(...)

b) adquirir as sobras das ações da OFERTA AOS EMPREGADOS, nas condições estipuladas no item 3.3.1.5 deste EDITAL DE VENDA;

c) comprar, em moeda corrente, as ações objeto da OFERTA AOS EMPREGADOS por 80% (oitenta por cento) do preço por ação obtido no LEILÃO, desde que os EMPREGADOS manifestem o interesse na venda das ações, isolada ou coletivamente, no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias, após decorridos 6 (seis) meses da liquidação financeira da OFERTA AOS EMPREGADOS. O pagamento, nestas condições, deverá efetivar-se em até 30 (trinta) dias, contados da respectiva manifestação de interesse. O NOVO CONTROLADOR poderá, ainda, propor a aquisição das ações dos EMPREGADOS antes de decorrido o mencionado prazo de seis meses, respeitado o preço por ação igual a 80% (oitenta por cento) do preço obtido no LEILÃO, corrigido pela taxa SELIC divulgada pelo BACEN;

(...)

f) (...) fazer oferta pública para compra de ações do capital social do BEM de titularidade dos acionistas minoritários, excluídas aquelas de que tratam as alíneas (b) e (c) acima, por preço não inferior a 80% (oitenta por cento) do preço por ação pago no LEILÃO, corrigido pela taxa SELIC divulgada pelo BACEN, a ser pago em moeda corrente nacional (...)"

Segundo o Ofertante, o fiel cumprimento dessas obrigações implicaria a realização de OPA que, se lograsse êxito, teria como consequência a subtração da liquidez das ações do BEM — ações estas que, historicamente, apresentam pequena liquidez.

Diante disso, e com vistas a obter uma economia procedimental, o Ofertante requereu que, ao invés de realizar uma OPA com duas finalidades – de comprar as ações dos funcionários e de assegurar o direito contratual de venda conjunta dos minoritários – a mesma fosse promovida também para o cancelamento do registro de companhia aberta.

2.2. Utilização do Sumário Executivo alternativamente ao Laudo de Avaliação de que trata o art. 8º da Instrução, para definição do Preço Justo de que trata o art. 4º da Lei nº 6.404/76

A Instituição Intermediária argumenta que o valor ofertado, na presente OPA, por lote de mil ações de emissão do BEM (R\$ 225,52) é justo porque representa o valor econômico resultante de avaliação do BEM pelo método do fluxo de caixa descontado, amparado por comparação por múltiplos de mercado.

Convém destacar, também, que o valor econômico mínimo do BEM contou com duas avaliações, havendo sido utilizada a avaliação do consórcio composto pela Máxima Consultoria e Finanças Corporativas e Rosenberg & Associados S/C Ltda. ("Consórcio"), por representar maior valor.

Ademais, tal preço foi ratificado pelo Conselho Monetário Nacional, em sua Resolução nº 3.154/2003, acostada às fls. 43 a 46, e aceito pelo mercado, à medida em que o BEM foi adquirido pelo Bradesco.

Insta esclarecer a distinção entre o preço por lote de mil ações decorrente do valor econômico (R\$ 225,52) e o preço por lote de mil ações pago pelo Ofertante no Leilão (R\$ 240,61):

- o primeiro foi obtido pelo Sumário Executivo do "Relatório de Avaliação Econômico-Financeira do Banco do Estado do Maranhão – BEM", elaborado pelo Consórcio, com data base de 30.06.2003;

- o segundo decorre do acréscimo sofrido pelo valor econômico, em virtude de haver sido transferido ao Ofertante, por obrigação determinada no Edital, o custo do deságio de 50% no preço das ações ofertadas aos empregados do BEM no âmbito do processo de privatização – resultando no valor de R\$ 238,05, que acrescido de um ágio de 1,07% equivale a R\$ 240,61 .

Desta maneira, o Ofertante, ao invés de pagar R\$ 225,52 por lote de mil ações de titularidade da União, pagou R\$ 240,61. Essa diferença nada mais é do que o desconto concedido aos empregados, revertido para o Ofertante, o que determinou um valor mínimo, por ocasião do Leilão de Privatização, de R\$ 238,05, sobre o qual se adicionou o ágio discricionariamente pago pelo mesmo.

A Instituição Intermediária requer, outrossim, que seja utilizado o Sumário em lugar do Laudo de Avaliação, de que trata o artigo 8º da Instrução, e, por consequência dispensadas as declarações do avaliador definidas no mesmo artigo, sendo a atualização deste Sumário substituída pela atualização monetária do valor proposto para a aquisição das ações na Oferta Pública.

2.3. Isenção do disposto no caput e inciso I do artigo 15 da Instrução, em caso de não ser atingido o índice de aceitação de 2/3 dos habilitados

A Instituição Intermediária requer que, caso o índice de aceitação dos acionistas habilitados para a OPA não supere a razão de 2/3, o Ofertante promova a compra de todas as ações ofertadas pelos minoritários, de modo a atender obrigatoriedade decorrente da alienação de controle.

Com esse intuito, pleiteia a isenção do disposto no caput e inciso I do artigo 15 da Instrução.

3. NOSSAS CONSIDERAÇÕES:

3.1. Unificação das OPA

A motivação da presente OPA decorre de obrigação assumida quando da aquisição do controle acionário do BEM, de fazer oferta pública aos titulares de ações em circulação, conforme determinação da legislação em vigor.

Adicionalmente, nos termos do Edital, o novo controlador teria a obrigação de comprar as ações de titularidade dos empregados, durante o prazo de 180 (cento e oitenta) dias, após decorridos 6 (seis meses) da liquidação da oferta realizada aos mesmos por ocasião do Leilão de Privatização do BEM, por no mínimo 80% do preço pago no referido leilão por lote de mil ações.

Ainda segundo o Edital, o novo controlador poderia se dispor a adquirir as ações dos empregados antes de decorrido o mencionado prazo de seis meses. Assim sendo, o Bradesco – novo controlador – está propondo a aquisição das ações dos empregados na mesma OPA, tendo como principal atrativo o pagamento de 100% do valor econômico

apurado no Sumário – equivalente a 93,7% do preço pago no Leilão de Privatização, ou seja, por valor superior aos 80% previstos no Edital de Venda.

Finalmente, o Ofertante pretende realizar oferta visando, também, ao cancelamento de registro de companhia aberta da Emissora.

O art. 34 da Instrução estabelece em seu parágrafo 2º que a CVM pode autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas na Instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.

A esse respeito, entendemos que a unificação em tela não somente seria perfeitamente aceitável, tendo em vista a possibilidade de realização simultânea das citadas OPA, como também benéfica, sob o ponto de vista dos acionistas minoritários, porquanto o valor oferecido às ações de titularidade dos mesmos – R\$ 225,52 na OPA para cancelamento de registro é superior ao valor que seria oferecido por força da OPA realizada somente por alienação de controle – R\$ 192,48.

Ademais, caso fosse realizada uma OPA por alienação de controle, com valor da oferta correspondente a 80% do preço pago à época da alienação – R\$ 192,48 – e após decorrido mais de 1 ano fosse realizada a OPA para cancelamento de registro de companhia aberta, os acionistas minoritários correriam o risco de vender as suas ações por um preço menor que o valor que está sendo oferecido aos mesmos. Ainda, segundo informação constante do instrumento da OPA em tela (fls. 24), as ações do BEM não são negociadas em bolsa de valores, nem tampouco em mercado de balcão organizado, ratificando a alegação da Ofertante no que concerne à falta de liquidez das ações da Emissora.

Tendo em vista o acima exposto, não vislumbramos nenhum óbice à efetuação da presente OPA com procedimento unificado.

3.2. Utilização do Sumário Executivo alternativamente ao Laudo de Avaliação de que trata o art. 8º da Instrução, para definição do Preço Justo de que trata o art. 4º da Lei nº 6.404/76

Dada a competência legal conferida à CVM para regulamentar as disposições contidas nos artigos 4º e 4º-A da Lei, foi baixada pelo Colegiado desta Autarquia, em 5/3/2002, a Instrução CVM nº 361/02. O referido normativo estipula em seu art. 8º a necessidade de confecção de Laudo de Avaliação, sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada.

O referido Laudo é, portanto, 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, pelo menos, segundo 3 (três) critérios:

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.

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

Preço Justo, nos termos do parágrafo 4º do art. 4º da Lei, é aquele, pelo 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 CVM.

Ressalte-se que o preço a ser utilizado na presente OPA tem como base o valor econômico do BEM, apurado pelo método do fluxo de caixa descontado, e que tal critério de apuração do valor da companhia está previsto na Lei, havendo o mesmo sido aceito por investidores independentes e qualificados – a União e o Bradesco, por ocasião da alienação de controle do BEM.

Muito embora a data-base do Relatório de Avaliação Econômico-Financeira do BEM seja de 30.06.2003, o preço de suas ações, calculado a partir da mesma, foi aprovado pela Resolução CMN nº 3.154/2003, de 17.12.2003. Ademais, segundo cláusula 3.2 do Edital (fls. 57), o CMN e o BACEN poderiam, a seu critério, rever o mencionado preço, concluindo-se que o mesmo permaneceu válido, a juízo destes dois órgãos, até a data da alienação do BEM - 10.02.2004, porquanto o valor mínimo para a aquisição das ações pertencentes à União manteve-se constante até esse evento.

Cabe ressaltar que o Colegiado desta Autarquia autorizou, na Reunião do Colegiado nº 42/2002, a realização de OPA unificada, mediante a adoção de procedimento diferenciado do Banco BEA S.A., com a utilização de relatório de avaliação econômico-financeira sem as declarações do avaliador exigidas no artigo 8º da Instrução.

Não obstante o fato de o Ofertante – Bradesco - haver solicitado a utilização do Sumário Executivo do Relatório de Avaliação Econômico-Financeira do BEM ("Sumário"), e não este Relatório em sua integridade, cumpre-nos informar que este último nos foi encaminhado, encontrando-se o seu teor disponível na Internet, razão pela qual entendemos que o pleito do Bradesco deva ser acatado.

Isso posto, entendemos não existir óbices quanto à utilização do Sumário Executivo alternativamente ao Laudo de Avaliação de que trata o art. 8º da Instrução, para definição do Preço Justo de que trata o art. 4º da Lei nº 6.404/76.

3.3. Isenção do disposto no caput e inciso I do artigo 15 da Instrução, em caso de não ser atingido o índice de aceitação de 2/3 dos habilitados

No que concerne ao pleito relacionado à isenção do disposto no caput e inciso I do artigo 15 da Instrução, firmamos a convicção de ser perfeitamente cabível, porquanto tal hipótese somente se verificará caso não seja atingido o *quorum* necessário ao cancelamento de registro de companhia aberta da

Emissora.

Entretanto, se a OPA em tela não servir a este cancelamento, a mesma se limitará à OPA por alienação de controle, para a qual não é válida a exigência expressa no dispositivo do qual a Ofertante pretende eximir-se.

Ao contrário, caso a exigência de que trata o referido artigo fosse mantida, os minoritários poderiam ser prejudicados, por não poderem vender todas as ações que desejassem, considerando a mudança de controle do BEM, em virtude da limitação imposta no mesmo.

4. CONCLUSÕES:

Feitas nossas considerações, entendemos que o Colegiado poderá acatar o pleito da Instituição Intermediária, visto que a autorização para realização da presente OPA unificada com procedimento diferenciado não acarretará, em nossa opinião, qualquer prejuízo aos titulares de ações em circulação do BEM.

Em conseqüência, solicitamos encaminhar o presente Memorando à SGE, visando submeter ao Colegiado desta CVM:

1. pedido de realização de OPA unificada, nos termos do parágrafo 2º do art. 34 da Instrução;
2. a adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34, *caput*, da Instrução, em virtude da utilização do Sumário em substituição ao Laudo de Avaliação de que trata o art. 8º;
3. a adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34, *caput*, da Instrução, em virtude da dispensa do atendimento ao *caput* e inciso I do artigo 15 da mesma."

VOTO

A CVM não tem visto qualquer óbice e tem admitido sempre que solicitado a adoção do procedimento diferenciado para este fim, nos termos do par. 2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361, razão pela qual entendo que deve ser provido o pleito, neste particular.

No tocante à dispensa de laudo de avaliação, substituindo-o pelo sumário executivo da avaliação que serviu de base para venda do controle acionário do banco, os argumentos apresentados pela área técnica me convencem da sua oportunidade.

Com efeito, a respeito do preço justo, tem sido dito, e com razão, que o preço justo a princípio deveria ser aquele que seria obtido em condições de mercado.

No caso específico, este preço resultou da não só da valor econômico do BEM, apurado pelo método do fluxo de caixa descontado, mas também da efetiva aceitação pela União e o Bradesco, por ocasião da alienação de controle do BEM.

Entendo também que a eventual defasagem temporal da data-base do laudo, nas circunstâncias, ser aceitável, inclusive porque a alienação do BEM deu-se em 10.02.2004.

Finalmente, com relação à solicitação de dispensa do disposto no *caput* e inciso I do artigo 15 da Instrução, em caso de não ser atingido o índice de aceitação de 2/3 dos habilitados entendo que a questão não é necessariamente de dispensa, mas sim de inaplicabilidade.

De fato, tenho por certo que a limitação à aquisição de ações entre 1/3 e 2/3 de que trata a Instrução CVM nº 361 não se aplica quando a oferta decorre do cumprimento do art. 254-A da Lei nº 6.404/76 e a razão é por demais evidente. Se a lei impõe a obrigação ao ofertante de fazer uma oferta para todos os acionistas titulares de ações com direito de voto, obrigando-o a comprar todas as ações desses acionistas que pretendam aliená-las, não pode naturalmente a CVM restringir este direito, que é dos acionistas minoritários com direito de voto, tanto que a própria CVM, ao editar a Instrução CVM nº 361 não impôs esta restrição às OPAs por alienação de controle.

Nesse sentido, a meu juízo, o fato de se combinar a o procedimento de OPA por alienação de controle e cancelamento de registro não pode alterar este fato e daí porque, de regra, reconheço ser inaplicável o dispositivo em questão quando se trata de OPA cumulada de cancelamento de registro e alienação de controle, ressalvando, naturalmente, que esta inaplicabilidade é restrita à classe ou espécie de ações objeto da OPA por alienação de controle.

Ressalvo, finalmente, que a companhia não poderá fechar o capital se houver a adesão inferior a 2/3, nos termos da Instrução CVM nº 361.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 15 de junho de 2004.

Luiz Antonio de Sampaio Campos

Diretor Relator