

Interessado: NET Serviços de Comunicação S/A

Relator: Sergio Eduardo Weguelin Vieira

Relatório

1. Trata-se de pedido da NET Serviços de Comunicação S.A. (NET) de adoção de OPA com procedimento diferenciado para cancelamento do registro de companhia aberta da sua controlada CMA Participações S.A. (CMA). O NET fundamenta seu pedido no art. 34, § 1º, incisos I, II e IV, da Instrução CVM nº 361/02.
2. A NET pretende adquirir a totalidade das 94.415.541 ações em circulação da companhia, representativas de 2,74% do seu capital social, dentre as quais 100.001 ordinárias e 94.315.540 preferenciais (respectivamente 0,01% e 4,10% do total das espécies correspondentes). As referidas ações em circulação são de titularidade de apenas 592 acionistas, sendo que, segundo a NET, em face da concentração acionária verificada no *free float*, apenas 4 acionistas já deteriam quantidade superior a 1/3 das mesmas (35,70%). Considerando que o preço ofertado pelas ações é de R\$ 1,35 por lote de mil ações, caso todos os acionistas venham a aceitar a aludida oferta, o valor total mínimo da OPA será de R\$ 127.460,98. Finalmente, de destacar que o patrimônio líquido da CMA se encontra negativo desde 30 de junho de 1998, ou seja, há mais de 6 anos.
3. O procedimento diferenciado requerido trata de dois pontos.
4. O primeiro ponto consiste na "*inversão do quorum de sucesso da OPA, para que o registro de companhia aberta da CMA seja cancelado caso não ocorram manifestações contrárias ao cancelamento superiores a 1/3 das Ações Objeto ou que, alternativamente, caso a inversão do quorum de sucesso não seja deferido, seja deferida a redução do quorum de sucesso da OPA, para que o registro de companhia aberta da CMA seja cancelado caso 50% dos acionistas titulares de Ações Objeto aceitem a OPA ou concordem com o cancelamento do registro de companhia aberta da CMA, mantida a forma de apuração do quorum prevista no art. 21, § 1.º da Instrução CVM 361/02.*" Trata-se, portanto, de dispensa do cumprimento da regra inscrita no art. 16, II, da Instrução CVM 361/02.
5. A NET alega que a inversão do quórum justifica-se principalmente pela excessiva concentração das ações objeto da presente Oferta, concentração essa que: (i) coloca um grupo reduzido de acionistas em indevida situação de privilégio diante da Companhia; (ii) atua como fator natural de desestímulo às manifestações de aceitação em relação à OPA pelos acionistas com menores participações acionárias na Companhia.
6. Segundo a NET, a atuação de apenas 4 acionistas da CMA teria o poder de decidir sobre o cancelamento do mencionado registro, em virtude de as ações da por eles detidas superarem 1/3 do total das Ações Objeto da OPA. Ademais, apenas aproximadamente 33 dentre os 586 acionistas identificáveis receberiam um valor superior a R\$ 500,00, diante do que o custo operacional-financeiro de habilitação em uma corretora de valores e de corretagem pela venda das ações se tornaria excessivo, desestimulando sua participação na OPA.
7. A NET sustenta que a aplicação da regra geral prevista no artigo 16, II, da Instrução CVM 361/02 violaria frontalmente o princípio maior que orientou a elaboração do Diploma, o qual, nas palavras do Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, teria sido a de "*equilibrar e conciliar os interesses dos minoritários da companhia, dos ofertantes e do controlador, no que toca ao processo de oferta pública de aquisição de ações*" (Processo CVM RJ nº 2003/11238 – OPA de cancelamento de registro da Círculo S/A).
8. O segundo ponto do pedido consiste na "*dispensa do leilão de efetivação da OPA e sua substituição por procedimento*" que seria coordenado pela Ágora Sênior Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S/A, intermediadora da operação. Trata-se, portanto, de dispensa de cumprimento das regras inscritas no art. 4.º, VII, e art. 12 da Instrução CVM 361/02.
9. No que toca à dispensa de leilão para a efetivação da OPA, a NET sustenta que o alto custo de habilitação para o leilão e o pequeno valor a ser recebido pela maioria dos acionistas, conforme acima mencionado, atuariam como fator de desestímulo à sua participação na OPA.
10. Consoante o procedimento diferenciado proposto, os Formulários de Manifestação (aceitação, concordância ou discordância) serão entregues na Intermediadora ou enviados pelo correio, com aviso de recebimento, para que seja possível a conferência do resultado da OPA. A liquidação financeira da OPA se dará mediante depósito na conta-corrente informada pelo acionista no Formulário de Manifestação, no 5º dia útil após o encerramento do prazo destinado à sua manifestação. A Intermediadora se compromete também a enviar o resultado da OPA à CVM, em até 10 dias após a Data de Aquisição. Finalmente, a NET informa que, caso se verifique a discordância de acionistas titulares de mais de 1/3 das Ações Objeto, será adquirida a totalidade das ações dos acionistas que aceitarem a OPA, limitadas ao montante de 1/3 das Ações Objeto, procedendo-se ao rateio entre tais acionistas, se necessário.
11. Ainda segundo a proposta de dispensa de leilão, adicionalmente, isto é, além da publicação do Edital da OPA, será encaminhada carta aos acionistas informando acerca dos detalhes da OPA e dos locais onde o referido Edital se encontrará disponível. A NET aduz também que a OPA prevê a possibilidade de interferência de oferta concorrente e, ademais, conta com a garantia da Intermediadora, que irá assegurar a liquidação financeira, nos termos do artigo 10, § 2º, da Instrução.
12. A SRE (MEMO/SRE/GER-1/Nº 191/2004) assim se manifestou sobre o pedido de inversão do quorum de sucesso da OPA e de dispensa de leilão:

Critério de Apuração de Sucesso da OPA – Adoção de Quórum Invertido

1. *Relativamente à argumentação de que 4 (quatro) acionistas se encontrariam em indevida posição de privilégio diante da Companhia, em razão de poderem impedir, sozinhos, o referido cancelamento, entendemos que a mesma não procede, porquanto esse poder decisório advém de um direito inerente à participação acionária que os mesmos detêm na CMA, conferido pela Instrução;*
2. *Entretanto, cabe ressaltar que o sucesso da presente OPA poderia ser frustrado em razão da eventual falta de interesse dos demais acionistas, decorrente do fato de grande parte das ações em circulação da Companhia estarem muito pulverizadas – segundo acima comentado, somente 33 (trinta e três) acionistas, dentre os 586 (quinhentos e oitenta e seis) acionistas identificáveis, receberiam um valor superior a R\$ 500,00 (quinhentos reais), o que provavelmente ocasionaria um desinteresse por parte dos mesmos em se manifestar;*
3. *Explicitando melhor a situação, por um lado há uma grande concentração de ações nas mãos de poucos acionistas, e simultaneamente, a grande maioria dos demais detendo a propriedade de poucas ações;*
4. *Ademais, o poder de definir a OPA, assegurado aos 4 (quatro) maiores acionistas subsistiria, ainda que fosse concedido o procedimento diferenciado requerido – o que é razoável, porquanto tal poder decorre da participação acionária dos mesmos -*

mas com a diferença substancial de que a possibilidade destes obstem o sucesso da OPA não se acentuaria em face da pequena motivação dos demais acionistas se manifestarem;

5. A título de ilustração, mantido o critério de apuração determinado pelo artigo 16, inciso II da Instrução e dada a situação limite em que todos os demais acionistas não se manifestassem, bastaria a discordância de 1(um) desses 4(quatro) acionistas — no caso, o maior — para obstar o sucesso da Oferta em tela. Isso demonstra como o eventual — e provável — desinteresse dos pequenos acionistas pode acentuar o poder detido por esses 4 (quatro) acionistas, causando uma distorção no resultado da OPA em tela;
6. Cabe esclarecer que tal raciocínio — de que a não manifestação dos demais acionistas aumenta o poder decisório dos que se manifestarem — é válido para qualquer Oferta, mas o que aqui se coloca é a tendência de que nesta OPA, em particular, a distribuição acionária da Companhia ocasione um desestímulo à manifestação de um número considerável de acionistas e, em consequência, uma maior concentração da decisão relativa à mesma;
7. Convém ressaltar o que preceitua a Instrução, no art. 34, § 1º, inciso I:

"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 – (.....)

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

8. O critério proposto pelo Ofertante já foi aprovado pelo Colegiado na OPA para fechamento de capital de Elevadores Atlas Schindler S.A., em que apenas 0,56% das ações da companhia estavam em circulação no mercado e na OPA para fechamento de capital da Companhia Cimento Portland Itaú, cujas ações em circulação perfaziam 2,15% de seu capital social, tendo sido negado por ocasião da OPA para cancelamento de companhia aberta da Circulo S.A., em que as ações em circulação representavam 5,79% de seu capital social;
9. Ressalte-se que na OPA da Companhia Cimento Portland Itaú a decisão foi proferida pelo Colegiado, levando-se em conta a dificuldade de localização de grande parte dos acionistas e a omissão dos demais no que toca à participação nos negócios da companhia — 87% dos acionistas localizáveis não havia sequer aparecido para receber os dividendos relativos ao exercício social do ano anterior;
10. No caso em tela, a Companhia possui relativa concentração de suas ações, considerando que as ações em circulação somam 2,74% do capital social, mas muito mais relevante é a distorção provocada pela distribuição das ações em circulação, conforme acima comentado;
11. A esse respeito, convém citar o entendimento do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, em sua manifestação de voto no âmbito do pedido de OPA com procedimento diferenciado da Circulo S.A., segundo o qual "No caso específico, argüiu-se apenas a questão do pequeno free float, mas não da concentração desse free float em poucos acionistas, o que, em tese, também autoriza a aplicação do art. 34, mas que não foi requerido";
12. Finalmente, conforme acima comentado, o Ofertante se compromete a enviar carta aos acionistas, com menção ao Edital e aos lugares onde este se encontra, demonstrando um esforço em torná-los cientes da presente OPA;
13. No que concerne aos incisos II e IV, acima citados, entendemos que também se aplicam à situação apresentada pela Companhia;
14. Por todo o exposto, manifesta-se esta GER-1 pelo deferimento do pedido de adoção do critério de apuração do sucesso da OPA explicitado acima;
15. Entretanto, entendemos que o possível deferimento poderia sujeitar-se, no que se aplica, à condição imposta pelo Colegiado desta Autarquia, por ocasião do deferimento de pleito semelhante na OPA da Itaparica S.A. Empreendimentos Turísticos, qual seja, de que o prazo de 3 meses, de que trata o § 2º do art. 10 da Instrução, seja estendido para 2 anos, salvo em caso de mais de 2/3 dos acionistas da companhia terem aceito a OPA ou concordado expressamente com o cancelamento do registro de companhia aberta. Cabe comentar, somente, que no caso da presente Oferta, não haveria acionistas "concordantes", apenas acionistas "aceitantes".

Dispensa de Leilão em Bolsa de Valores – Inciso VII do artigo 4º e artigo 12 da Instrução

0. No que concerne à dispensa solicitada, esta GER-1 considera plausíveis as argumentações da Ofertante, tendo em vista o pequeno valor da OPA – R\$ 127.460,98;
1. Entretanto, no que se refere à garantia da Intermediadora, que seria responsável pela realização dos controles necessários à OPA, bem como pela liquidação financeira da mesma, e à possibilidade de elevação de preço, nos termos do art. 10, § 2º e do art. 12, § 2º, inciso I, ambos da Instrução, muito embora constem do Expediente, não há menção a essas duas garantias no Edital de Oferta Pública, motivo pelo qual esta GER-1 determinou, no Ofício de Exigências, a inserção dos mesmos no Edital;
2. Relativamente aos custos envolvidos na eventual venda das Ações Objeto em leilão de oferta pública, entendemos que de fato poderiam servir de desestímulo à venda das ações dos minoritários proprietários de pequena quantidade de ações, pelo que concordamos com as alegações da Ofertante nesse sentido;

3. Em nossa opinião, as alegações apresentadas pela NET são razoáveis, não existindo óbices à realização da OPA com o procedimento diferenciado na forma acima descrita, não obstante a necessidade de adequação à determinação constante do Ofício de Exigências.

Voto

13. Antes de mais nada, verifico que o pedido de adoção de OPA com procedimento diferenciado tem cabimento, haja vista se enquadrar nas hipóteses exemplificativas do art. 34, § 1.º, da Instrução CVM 361/02.

14. Com efeito, verifica-se relativa concentração acionária da CMA, na medida em que as ações não titularizadas pelo controlador somam apenas 2,74% do capital social da companhia. Entretanto, como bem destacou a SRE, "*mais relevante é a distorção provocada pela distribuição das ações em circulação*" (art. 34, § 1.º, I, da Instrução CVM 361/02), já que apenas 4 acionistas deteriam cerca de 35% das ações em circulação, ou seja, mais do que 1/3 necessário para se impedir o cancelamento do registro.

15. Verifica-se também que a OPA é de pequeno impacto ao mercado (art. 34, § 1.º, II, da Instrução CVM 361/02), porquanto, considerando que o preço ofertado pelas ações é de R\$ 1,35 por lote de mil ações, o valor total mínimo da OPA é de R\$ 127.460,98.

16. Verifica-se ainda tratar-se de OPA que tem por objeto ações de emissão de companhia com patrimônio líquido negativo (art. 34, § 1.º, II, da Instrução CVM 361/02), sendo certo portanto que a manutenção do registro de companhia aberta da CMA pode implicar ônus excessivo e contrário aos interesses da companhia.

17. Ainda sobre a necessidade de a CVM flexibilizar as regras estabelecidas para cancelamento de registro quando situações extraordinárias exigirem o equilíbrio dos interesses dos minoritários, dos controladores e da própria companhia, acolho e transcrevo as salutares palavras do Diretor Luis Antonio Sampaio Campos (Proc. RJ 2003/11238), cuja clareza dispensa maiores comentários.

"Prendo apenas registrar, sem me alongar, que a Instrução CVM nº 361 visou, sobretudo, equilibrar e conciliar os interesses, dos minoritários, da companhia, dos ofertantes e do controlador, no que toca ao processo de oferta pública de aquisição de ações.

Foi elaborada para ajustar os interesses e proteções nas ofertas públicas em geral, com vistas inclusive às grandes companhias, com larga base acionária. Naturalmente, ela se aplica, a princípio, a toda oferta pública de ações de companhia aberta. Disso decorre que em certos casos a instrução pode ser excessivamente "pesada" e acabar por representar um ônus desproporcional e o tal equilíbrio que se buscou alcançar acaba desmedido para um dos lados. Daí porque o art. 34 prevê a possibilidade de tratamento excepcional para determinadas ofertas públicas de aquisição e pode ser aplicado sempre que a CVM entender que a proteção que se imaginou em tese no caso específico não se justifica ou que, dentro da realidade e especificidade da oferta, representa um ônus desproporcional, de forma a que aquele equilíbrio que se procurou obter com a intervenção reguladora pode não fazer sentido.

Dito isto, registro apenas que a questão do quorum (e base de cálculo) previsto na Instrução CVM nº 361 para êxito de uma oferta pública de aquisição pode ser revista não só em função de uma pequena quantidade de ações em circulação, mas também por conta de uma excessiva concentração destas participações nas mãos de poucos acionistas."

18. No mérito, acolho parcialmente o pedido de OPA com procedimento diferenciado.

19. No que toca à inversão do quorum exigido para fechamento, destaco desde logo que este Colegiado, em precedentes recentes, autorizou a dispensa da regra que condiciona o sucesso da OPA ao quorum de concordância de 2/3 exigido pelo art. 16, II, da Instrução CVM 361/02 (Elevadores Atlas Schlinder S/A: Proc. RJ 2003/2928; Companhia Cimento Portland: Proc. RJ 2003/6134; Bandepe: Proc. 2002/7608).

20. No presente caso, em face da concentração acionária verificada no *free float* da CMA, considero razoável esperar que os minoritários se veriam desestimulados a participar da OPA, porque saberiam de antemão que o desfecho da operação dependeria da atuação de apenas 4 acionistas. Ademais, em face do pequeno valor realizável pelos acionistas minoritários (apenas aproximadamente 33 dentre os 586 acionistas identificáveis receberiam um valor superior a R\$ 500,00), também considero razoável supor que os minoritários se veriam desestimulados a participar da OPA. Tudo isso, a meu ver, dificultaria a obtenção do quorum representativo exigido pelo art. 16, II, da Instrução CVM 361/02.

21. Logo, me parece ter pertinência a demanda de autorização de procedimento diferenciado. Creio porém que, se por um lado a situação peculiar do caso (relativa concentração acionária, pequeno valor da OPA e companhia com patrimônio líquido negativo) autoriza a flexibilização pela CVM da regra do art. 16, II, da Instrução CVM 361/02, por outro lado a relevante concentração verificada no *free float* impõe que se exija significativa participação na OPA de cancelamento, de forma a garantir-lhe um mínimo de representatividade.

22. Por essas razões, proponho que o sucesso da OPA fique condicionado à não oposição de 1/3 dos titulares do *free float* (tal como requerido pela NET), desde que participem da OPA acionistas que representem pelo menos 50% das ações em circulação. Deve ainda ficar claro que, caso o percentual de participação de 50% do *free float* não seja alcançado, deve-se aplicar a regra geral exigida pelo art. 16, II, da Instrução CVM 361/02, sem qualquer tratamento diferenciado.

23. De notar que, com o procedimento diferenciado proposto no parágrafo anterior, os poucos acionistas que concentradamente compõem o quadro das ações em circulação da CMA continuarão com o poder de evitar o cancelamento do registro, exigindo-se deles, apenas, atuação positiva caso se oponham ao cancelamento do registro, hipótese em que comunicarão à Intermediadora a sua oposição.

24. Quanto à dispensa do leilão para a realização da OPA, destaco desde logo que este Colegiado, em precedentes anteriores, autorizou a dispensa do leilão exigido pelo art. 12 da referida Instrução (Elevadores Atlas Schlinder S/A: Proc. RJ 2003/2928; Douat Cia. Têxtil: Proc. RJ 2003/12171).

25. No presente caso, concordo que, em face do pequeno valor mínimo da OPA (R\$ 127.460,98) e do pequeno valor realizável pela maioria dos titulares das ações em circulação, o ônus imposto ao acionista de credenciar uma sociedade corretora para representá-lo no leilão da OPA (art. 22, § 1.º) poderia da mesma forma desestimular a sua participação na operação, o que, a toda evidência, não constitui a finalidade da Instrução CVM 361/02.

26. Por essas razões, entendo adequada a solução de se dispensar o leilão em bolsa de valores e, em contrapartida, permitir-se aos acionistas a participação no pleito sem maiores ônus ou custos, facultando-lhes comunicar diretamente à Intermediadora a sua aceitação, concordância ou discordância da OPA, estimulando-se dessa forma a sua participação na oferta.

27. Finalmente, faço notar que o tratamento diferenciado acolhido neste voto, nos dois pontos acima abordados, não implica qualquer prejuízo ao "preço justo" legalmente exigido pelo art. 4.º, § 4.º, da Lei 6.404/76, já que a ofertante seguiu os critérios previstos no art. 8.º da Instrução CVM 361/02, oferecendo laudo de avaliação segundo o método de fluxo de caixa descontado.

28. Ante o exposto, voto no sentido de que seja parcialmente acolhido o pleito da NET, autorizando-se assim, em face da situação peculiar do caso, a inversão do quorum exigido pelo art. 16, II, da Instrução CVM 361/02, ficando portanto o sucesso da OPA condicionado à não oposição de 1/3 dos titulares do *free float*, desde que participem da OPA acionistas que representem pelo menos 50% das ações em circulação. Deve ainda ficar claro que, caso o percentual de participação de 50% não seja alcançado, terá aplicação a regra geral exigida pelo art. 16, II, da Instrução CVM 361/02, sem qualquer tratamento diferenciado. Finalmente, voto também no sentido de que seja dispensada a realização de leilão, sem prejuízo das demais exigências feitas pela Superintendência de Registros (SRE).

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 25 de janeiro de 2005.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator