

Assunto: Aprovação de procedimento diferenciado na OPA decorrente da alienação de controle das Indústrias Micheletto S.A.

Interessados: Comafal Comércio e Empreendimentos S.A.

Relator: Diretor Sergio Weguelin

RELATÓRIO

Senhores Membros do Colegiado,

1. Trata-se de pedido de aprovação de procedimento diferenciado, com fulcro no art.34 da Instrução CVM n° 361/02, formulado por Comafal Comércio e Empreendimentos S.A., em sede da OPA por alienação de controle das Indústrias Micheletto S.A. (a "MITTO"), estando a requerente na condição de adquirente do controle acionário desta companhia aberta, conforme Contrato de Compra e Venda de Ações celebrado em 22/09/04 (fls.53/71).
2. O pleito em questão consiste na autorização, por este Colegiado, para que a ofertante realize a OPA sem a apresentação de laudo de avaliação do preço das ações da emissora, conforme exigido pelo art.8º da Instrução n°361/02.
3. A Comafal fundamenta seu pedido *"em razão de inexistirem negócios com os papéis da MITTO, que estão sujeitos à presente OPA, conforme atesta o quadro de negociações apenso ao item de número 7 desta correspondência e a pequena expressividade das ações que se encontram fora do grupo de controle da MITTO, ou seja, a totalidade das ações ordinárias nominativas sujeita ao "tag along" não superar 4,1% da classe de ações e não representar mais de oito décimos de milésimos do capital total da MITTO."* (fls.10).
4. Em 22/09/04, a Comafal adquiriu 3.158.477.876 ações ordinárias de emissão da Companhia, representativas de 95,97% das ações da espécie e 78,88% do capital total. Em virtude da aquisição de controle da MITTO, o novo controlador apresentou expediente nesta CVM em 29/10/04, solicitando autorização para realização de OPA nos termos do art.254-A da Lei das S.A. (fls.08/09).
5. O preço de compra é de R\$ 0,89 por lote de mil ações, que corresponde a 80% sobre o valor pago por ação pelo ofertante aos antigos controladores da MITTO, que foi de R\$ 1,11 por lote de mil ações. O pagamento será efetuado à vista.
6. Cabe ressaltar que a OPA em tela destina-se a adquirir até 132.513.638 ações ordinárias, representativas de 4,03% das ações dessa espécie e de 3,31% do capital social da MITTO. Conforme dados extraídos da IAN/2003, a companhia possui cerca de 759 acionistas minoritários, sendo que boa parte destes são titulares de ações ordinárias (vide listagem às fls.22/40).
7. O preço proposto pela ofertante será atualizado, desde a data-base de 22/09/04, pela variação do IGP-M, até o dia da liquidação financeira do leilão. Em consequência, caso todas as referidas ações sejam adquiridas, o valor aproximado da OPA será de R\$ 117.937,14.
8. A SRE, por meio do MEMO/SRE/GER-1/N°261/2004 (fls.114/118), apresentou o seguinte posicionamento sobre o pleito da Comafal:
 - a. a Instrução n° 361/02 impõe em seu art.8º, sem ressalvas, a necessidade de confecção de laudo de avaliação em quaisquer OPAs formuladas pela própria emissora, pelo acionista controlador ou por pessoa a este vinculada;
 - b. ainda que o laudo de avaliação não se preste, no presente caso, para determinar o preço a ser ofertado aos acionistas minoritários da MITTO, a divulgação deste documento constituirá um importante parâmetro para subsidiar a tomada de decisão dos investidores em aderir ou não à OPA;
 - c. ao contrário do que afirma a requerente, a baixa liquidez das ações da MITTO torna ainda mais importante a divulgação de um laudo de avaliação, posto que os acionistas da companhia não podem recorrer ao mercado acionário como um adequado referencial para mensurar o valor de suas ações;
 - d. o baixo percentual de ações da MITTO em circulação no mercado não é argumento suficiente para autorizar a dispensa de apresentação de laudo, sendo certo que já se verificou o registro de OPAs nesta CVM com percentuais de ações em circulação ainda menores, sem que se tenha dispensado o laudo de avaliação; e
 - e. em decisões passadas de natureza semelhante à presente, esta CVM autorizou tão somente a substituição do laudo de avaliação por documento equivalente, como nos casos das privatizações ou em processos envolvendo reestruturações societárias.
9. Pelos citados argumentos, concluiu a SRE que a apresentação de um laudo de avaliação das ações da MITTO, ainda que simplificado, não pode ser dispensada na presente OPA, a fim de que sejam fornecidos aos acionistas minoritários dados suficientes para uma consciente e adequada decisão sobre a oferta.
10. Adicionalmente à apreciação da aludida dispensa, a SRE submeteu a este Colegiado duas questões envolvendo a presente OPA, a seguir resumidas:
 - A. Sobre o efetivo valor devido aos destinatários da OPA:
11. Conforme consta no item 1.2.1. do edital da OPA (fls.15), e na cláusula 3ª e seguintes do Contrato de Compra e Venda de Ações às fls.58, o pagamento pelo lote de ações da MITTO pactuado entre a Comafal e os antigos controladores da companhia, no valor total de R\$ 3.500 mil, foi parcelado em sete prestações periódicas, com intervalo de 6 meses entre seus vencimentos. Transcrevo a seguir trecho do citado item 1.2.1. do edital:

"Conforme 'Fato Relevante' publicado no dia 29 de setembro de 2004, a Ofertante pagou R\$ 1,11 reais por lote de mil ações, aos controladores da MITTO, sendo tal pagamento realizado em 7 parcelas, vencíveis em 3, 9, 15, 21, 27, 33 e 39 meses contados do dia 22 de setembro de 2004, sendo cada parcela atualizada monetariamente através da utilização da variação do IGP-M, sendo as quatro primeiras parcelas isentas da atualização, desde que pagas até a data de vencimento de cada uma delas. Inobstante a forma de pagamento utilizada para quitação da aquisição da MITTO, aos controladores, a Ofertante optou por realizar a presente oferta, à vista."
12. A Comafal efetuou o pagamento pelo bloco de controle mediante a emissão de notas promissórias em favor dos alienantes, no valor das ações adquiridas, com vencimentos nas datas acima mencionadas. Pelo que consta no processo, tais títulos não contém cláusulas de remuneração pré

ou pós-fixadas, e serão liquidados por seu valor de face. Vê-se que, em princípio, apenas as três últimas parcelas do pagamento sofrerão reajuste pelo valor do IGP-M, desde a data da celebração do contrato até a efetiva liquidação da obrigação.

13. A GER-1 entendeu que tal metodologia de atualização monetária do preço final a ser pago aos alienantes do bloco de controle incidirá no descumprimento, pela ofertante, do disposto no art.254-A da LSA, posto que eventuais acréscimos no valor do pagamento final, decorrentes da aplicação da variação do IGP-M nas três últimas parcelas (após 27, 33 e 39 meses da alienação), não serão repassados aos aceitantes da OPA (fls.116). Nesse sentido, foi feita exigência à ofertante para que adequasse os termos do edital da OPA ao entendimento da GER-1 (fls.110).
14. O SRE, mediante despacho acostado às fls.120, discordou do entendimento da GEA-1 neste ponto, considerando que não há qualquer taxa de juros remunerando o pagamento a prazo feito aos antigos controladores, mas apenas atualização monetária de valores, característica também mantida na OPA para refletir a perda do poder de compra da moeda desde a data da alienação de controle até a efetiva liquidação da oferta.
15. Entendeu o SRE, por fim, que o Colegiado poderá apreciar esta questão se assim desejar, mas sugere que a própria área técnica possa reconsiderar a citada exigência, desobrigando o ofertante de revisar os procedimentos de pagamento já apresentados no edital, posto que os mesmos não implicam em irregularidades.

B. Sobre a aquisição de direito de voto pelas ações preferenciais da MITTO:

16. A SRE informa que as ações preferenciais da companhia atualmente possuem direito de voto, por força do art.111, §1º, da Lei das S.A. Desta forma, surge a indagação sobre se tais ações também deveriam ser contempladas na OPA, pelo disposto na redação do art.254-A, *verbis*:
"Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto, de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle." (grifamos).
17. Entende a SRE que a redação do art.29 da Instrução nº 361/02 parece não deixar dúvidas acerca da impossibilidade de participação de tais ações em OPAs da espécie, posto que as mesmas, no presente caso, não gozam de *pleno e permanente* direito de voto, conforme exige o artigo:
"Art.29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária." (grifamos).

É o Relatório.

VOTO

18. O art.34 da Instrução CVM nº 361/02 confere a este Colegiado poderes para aprovar, em situações excepcionais, procedimentos diferenciados em OPAs submetidas a registro nesta CVM. No presente caso, pretende a requerente ser dispensada da apresentação de laudo de avaliação da MITTO. Tal documento é exigível em quaisquer modalidades de OPA que sejam formuladas *"pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada"* (art.8º da Instrução nº 361/02).
19. A Comafal justifica seu pleito, essencialmente, pelas seguintes razões: (i) ausência de liquidez das ações ordinárias da MITTO e; (ii) o pequeno montante de ações envolvido, frente ao capital social total da companhia.
20. O laudo de avaliação, a meu ver, é importante mesmo em OPA por alienação de controle — na qual o preço mínimo é definido pela lei, não havendo que se apurar o "preço justo" de que trata o art.4º, §4º, da Lei Societária —, uma vez que permite aos acionistas destinatários da OPA uma melhor informação sobre a companhia, favorecendo uma decisão fundamentada quanto à sua aceitação.
21. Em minha opinião, e concordando com a posição da SRE, a ausência de liquidez destas ações é fator que torna ainda mais importante a apresentação de laudo aos destinatários da oferta, posto que o único valor disponível aos acionistas, hoje, seria o patrimonial, com suas intrínsecas limitações enquanto método de avaliação.
22. Ao outro ponto levantado pela requerente para justificar a dispensa — a baixa quantidade de ações face ao capital social total — deve ser acrescentado que, conforme a listagem aposta às fls.22/40, a OPA em questão será destinada a cerca de 500 acionistas, na maioria pessoas físicas.
23. Cabe assinalar, por fim, que em casos pregressos semelhantes ao presente, esta CVM tão somente autorizou a substituição do laudo de avaliação exigido no art.8º da Instrução nº 361/02 por documento equivalente (*v.g.*, Processos CVM nº RJ2004-5417 e nº RJ2002-6763), de forma que os destinatários de tais OPAs não se viram privados de dados financeiros essenciais para um consciente julgamento sobre aquelas ofertas. No presente caso, a requerente não apresentou qualquer documento apto a substituir o laudo de forma eficaz.
24. Pelas razões aqui expostas, entendo que o pleito da Comafal não merece acolhida, pelo que a SRE deve comunicar a ofertante acerca da necessidade de elaboração e apresentação de laudo de avaliação da MITTO, nos termos do art.8º da Instrução nº 361/02, ficando a SRE desde já autorizada para estabelecer prazo suficiente para a elaboração e apresentação do laudo.
25. Ademais, concordo com a opinião do SRE em não vislumbrar irregularidades na forma de liquidação e atualização monetária da OPA, em relação à forma de pagamento pactuada entre a Comafal e os antigos controladores da MITTO, pelo que entendo que a área técnica deverá reconsiderar, de ofício, a exigência feita a esse respeito.
26. Acerca da possibilidade de participação das ações preferenciais da MITTO na presente OPA, posto que tais ações atualmente possuem direito de voto nos termos do art.111, §1º, da Lei das S.A., tenho o seguinte opinar.
27. O art.29 da Instrução nº 361/02 é bastante claro na afirmação de que somente às ações que possuam *pleno e permanente* direito de voto é facultada a participação na OPA prevista no art.254-A da Lei das S.A.
28. Contudo, a atual redação do art.254-A não aponta ou caracteriza a natureza ou extensão do direito de voto das ações que devem ser contempladas em sede da OPA. A Lei determina que a OPA contemplará as *"ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia"*.
29. Não é necessário discutir a excepcionalidade e transitoriedade da condição das ações preferenciais em questão, mas é fato que o art.254-A não parece ter delimitado apenas às ações ordinárias a possibilidade de participação em OPAs da espécie, referindo-se a Lei unicamente ao "direito

de voto", do qual atualmente gozam todas as ações da MITTO, de qualquer espécie.

30. Nesse sentido, recorro à lição de Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik sobre o tema:

"Igualmente, se os titulares de ações preferenciais adquirirem o direito de voto, nos termos do art.111, §1º, da Lei das S/A, também devem ser incluídos como destinatários da oferta pública decorrente da alienação do controle acionário, uma vez que o art.254-A não estabelece qualquer requisito quanto ao caráter de maior ou menor permanência do direito de voto, não cabendo ao intérprete distinguir onde a lei não o faz.

No regime anterior, a R.401/76 estabelecia, em seu item II, que se deveria entender por alienação de controle o negócio pelo qual o acionista controlador transfere o poder de controle mediante venda ou permuta de ações de sua propriedade que lhe assegura, de modo permanente, a maioria de votos nas deliberações sociais. Daí se ter entendido que o voto do preferencialista, na hipótese de não pagamento de dividendos, seria um voto eventual, não podendo ensejar situação de controle. Tal orientação não mais pode prevalecer, uma vez que o art.254-A não faz qualquer menção a controle exercido de modo permanente para o efeito de caracterizar a alienação do controle acionário." (in A Nova Lei das S/A, 1ªEd., São Paulo, Saraiva, 2002, p.392).

31. Desta forma, tendo a Lei apenas afirmado que a OPA visa à aquisição das ações com direito a voto, sem fazer distinção entre ações ordinárias ou preferenciais, parece-me ser a melhor interpretação entender que as preferenciais com direito a voto, ainda que transitório, devem ser contempladas na OPA por alienação de controle em questão.

32. A despeito da tese aqui defendida, cabe considerar que os termos atuais do art.29 da Instrução n° 361/02 são inequívocos, de forma que o registro da presente OPA deverá ser concedido conforme suas disposições, até que seja revisto o posicionamento desta Autarquia sobre a questão. Assim, em respeito ao princípio da segurança jurídica, entendo que a OPA em tela deverá abranger apenas as ações ordinárias da MITTO.

É o meu Voto.

Rio de Janeiro, 25 de janeiro de 2005.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator