

Para: SRE MEMO/SRE/Nº 200/2005

De: GER-1 Data: 17/11/2005

Assunto: Recurso Contra Decisão do Colegiado – Processo CVM Nº RJ/2005/7473

Senhor Superintendente-Geral,

Requer a Saga Investimentos e Participações do Brasil Ltda. ("Saga"), inscrita no CNPJ sob o nº 02.053.186/0001-72, reconsideração de decisão do Colegiado, proferida na **Reunião realizada em 30/9/2005**, no âmbito do pedido de registro de oferta pública **unificada** de aquisição de ações ("OPA") ordinárias e preferenciais **por aumento de participação e para cancelamento** de registro de companhia aberta de Jari Celulose S.A. ("Jari"), com a adoção de procedimento diferenciado, conforme previsto no art. 34 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução") – Processo CVM Nº RJ/2005/1945.

O recurso impetrado pela Saga tem por base o disposto no **inciso IX da Deliberação CVM nº 463/03** e a presente manifestação desta SRE atende à solicitação da CGP, conforme despacho às fls. 25.

A propósito, apresentamos a seguir um breve histórico sobre a matéria, um resumo da manifestação da Saga, nossas considerações e uma conclusão.

1. HISTÓRICO:

Em 21/2/2005, a Saga adquiriu privadamente 197.076.329 ações de emissão da Jari, sendo 117.824.587 ações ordinárias, representativas de 46,51% dessa espécie em circulação e 79.251.742 ações preferenciais classe B, representativas de 11,24% das ações dessa classe em circulação, ensejando, assim, a realização da OPA de ações ordinárias por aumento de participação, nos termos do art. 26 da Instrução.

O grupo controlador da Jari possui cerca de **98,5% do total de ações ordinárias e 93% do total de ações preferenciais** de emissão da companhia.

O pedido de registro de OPA foi apreciado pelo Colegiado em 30/9/2005, uma vez que foi solicitada a adoção de procedimento diferenciado, qual seja, a unificação da OPA por aumento de participação à OPA para cancelamento do registro de companhia aberta.

O Colegiado aprovou a adoção do procedimento diferenciado requerido pela Jari, nos termos do MEMO/SRE/GER-1/Nº 114/05 (fls. 14 a 24). Especificamente com relação ao critério utilizado na definição do preço justo, o Colegiado decidiu, sem entrar no mérito do critério escolhido, que a composição e a distribuição das participações acionárias integrantes do *free float* permite aos acionistas que o integram, muitos deles qualificados e com histórico de ativismo em mercado de capitais, formarem distintos grupos entre si caso desejem se unir para opor-se ao preço oferecido na OPA, bem como o quorum mínimo necessário para requerer a avaliação de que trata o art. 4º-A da Lei nº 6.404/76.

Nos itens 3.37 e 3.38 do Memorando acima referido, a SRE/GER-1, embora entendendo que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, sem prejuízo para os destinatários da oferta, em atendimento ao disposto no § 2º do art. 34 da Instrução, propôs que os leilões fossem realizados seqüencialmente.

O intuito da proposta apresentada pela área técnica é a obtenção de um maior conforto acerca da validade do critério adotado na definição do preço justo das ações objeto. Tendo em vista que os acionistas detentores de ações ordinárias são, em sua maioria, investidores qualificados, ao se realizar primeiramente o leilão de ações relativo ao aumento de participação, o seu eventual sucesso funcionaria como aceitação do preço por parte de acionistas que detêm expertise para avaliar seus investimentos.

Em 7/10/2005 foi encaminhado à Saga o Ofício/CVM/SRE/GER-1/Nº 1876/2005 (fls. 10 e 11), dando ciência da deliberação de aprovar a unificação das OPA, bem como do critério a ser utilizado para verificação da aceitação do preço justo das ações objeto pelos investidores.

Em 24/10/2005 a Saga solicitou a reformulação da deliberação de condicionar a realização do segundo leilão ao sucesso do primeiro leilão, excluindo-se a hipótese de cancelamento automático deste, haja vista a existência de um número exíguo de ações em circulação que poderá ser resgatado, oportunamente, pela Saga (§ 5º do art. 4º da Lei das S/A) e para evitar a vedação e as limitações da propositura de uma nova OPA, impostas pelo art. 14 da Instrução.

2. MANIFESTAÇÃO DA SAGA

A íntegra da manifestação da Saga pode ser consultada às folhas 2 a 8 do presente processo.

Entende que a deliberação por leilões seqüenciais que abranjam todas as ações em circulação no mercado da Companhia, respectivamente, acionistas detentores das ações ordinárias objeto da OPA por aumento de participação e acionistas detentores das ações ordinárias e preferenciais objeto da OPA por cancelamento de registro, é perfeitamente aceita e demonstra, por parte do Colegiado, perfeita organização no sentido de determinar com exatidão a gama de investidores qualificados em cada leilão.

Com base no disposto no art. 15 da Instrução, conclui que, na hipótese de não manifestação dos acionistas ordinaristas no primeiro leilão (para aumento de participação) que representem 1/3 das ações em circulação, restará prejudicada a realização do segundo leilão (para cancelamento de registro), pois a decisão da CVM é pelo cancelamento automático do segundo leilão caso o primeiro não seja bem sucedido.

Salienta que detém, direta e indiretamente, cerca de 95,19% do capital total da Jari, de modo que não há justificativa para manter aberto o capital da companhia, uma vez que os cerca de 4,81% restantes de seu capital total não proporcionam liquidez suficiente às ações.

Considerando que apenas 1,5% das ações ordinárias e 3,31% das ações preferenciais se encontram em circulação, a Saga alega que não se justifica condicionar a realização do segundo leilão ao sucesso do primeiro, na medida em que o cancelamento do registro de companhia aberta pode ser efetuado conforme o previsto no art. 16 e seguintes da Instrução.

Menos de 5% do total das ações ordinárias e preferenciais (4,81%) encontra-se em circulação. A partir desse dado, a Saga observa que, ainda que a Jari não obtenha o sucesso esperado no leilão destinado ao cancelamento de seu registro de companhia aberta, atingindo o percentual mínimo de 1/3 de manifestação dos acionistas, de qualquer forma menos de 5% das ações restará em circulação, sendo plenamente aceito, desde que aprovado em assembléia geral, o resgate das ações remanescentes, nos termos do § 5º do art. 4º da Lei nº 6.404/76.

Alerta que o art. 12 da Instrução, que trata do leilão, não determina, sequer condiciona, o cancelamento automático de um leilão em virtude do não sucesso de outro, conforme determinado pelo Colegiado.

Afirma que o cancelamento automático do segundo leilão perde seu sentido, na medida que o processo encontra-se em total conformidade com as determinações legais, as normas da CVM e é transparente. Ademais, originaria um novo procedimento de registro de OPA, que terá por fim, unicamente, oferecer aos acionistas as mesmas condições da OPA em tela, apenas com a atualização dados e valores.

O art. 14 da Instrução veda à companhia objeto, ao acionista controlador e às pessoas a ele vinculadas a propositura de uma nova OPA tendo por objeto as mesmas ações objeto de OPA anterior, no período não inferior a 1 ano, a contar do último leilão realizado, salvo se, for obrigado a fazê-lo, ou se o controlador vier a estender aos aceitantes da OPA anterior as mesmas condições da nova OPA, pagando-lhes a diferença do preço ofertado, atualizado monetariamente.

Diante do acima exposto, a Saga conclui que, com a imposição do cancelamento automático do segundo leilão na hipótese de não-sucesso do primeiro, estará sendo privada do seu direito de requerer o cancelamento do registro de companhia aberta de sua controlada Jari, ainda que por curto espaço de tempo. Desse modo, a decisão tomada pelo Colegiado não possuiria justificativa.

A Saga entende, finalmente, que sofreria uma imposição, carente de fundamentação legal, que não condiz com a simplicidade e a transparência dos procedimentos até então adotados, pois o resultado prático e óbvio seria unicamente propositura de um novo pedido de registro, o qual teria como finalidade apenas o pagamento a diferença de preço entre as ofertas, além de, claro, manter aberto o capital de uma companhia que não possui liquidez acionária, com os custos decorrentes.

3. NOSSAS CONSIDERAÇÕES

O art. 4º, § 4º, da Lei nº 6.404/76 estabelece que as ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta devem contar com preço justo, apurado com base em um dos critérios: (i) de patrimônio líquido contábil; (ii) de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado; (iii) de fluxo de caixa descontado; (iv) de comparação por múltiplos; (v) de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em (vi) outro critério aceito por esta Comissão.

A Saga definiu que o preço justo seria de R\$ 1,54 por lote de mil ações, utilizando como parâmetro o preço praticado nas três últimas operações, privadas, envolvendo ações da Jari. Para chegar a tal valor, a Saga considerou que (i) não houve negociação das ações objeto na SOMA nos últimos 12 meses; (ii) o valor do patrimônio líquido por ação da emissão da Jari não se traduz em critério de avaliação, em face do patrimônio líquido da companhia ser negativo desde o início do ano de 2001; e (iii) o valor econômico da Jari por ação, calculado segundo o método do fluxo de caixa descontado, também resulta em valor negativo.

Ou seja, a Saga definiu o preço justo com base em um critério não expressamente relacionado na Lei das S/A.

Eis a motivação da condição imposta à realização do segundo leilão: caso o primeiro leilão, destinado a investidores qualificados, seja bem sucedido, o preço praticado poderá ser tido como uma representação da cotação das ações objeto no mercado. Dessa maneira, esta Comissão poderia se sentir confortável no que tange à validade do critério adotado na definição do preço justo para a OPA unificada.

Por oportuno, lembramos que o critério adotado para a definição do preço justo levou em consideração três operações privadas, a saber:

- i. em 30/12/2003, a Cadam S/A, sociedade por ações de capital fechado, alienou à Companhia do Jari 4.000.010 ações de emissão da Jari de sua titularidade, pelo valor total de R\$ 6.160,00, correspondendo a um valor unitário por ação de R\$ 0,00154;
- ii. em 30/1/2004, a Companhia do Jari alienou à Saga as mesmas 4.000.010 ações de emissão da Jari, pelo mesmo valor unitário por ação de R\$ 0,00154; e
- iii. em 29/12/2004 foi deliberado aumento de capital na Jari mediante a emissão de de 19.480.519.480 ações, predominantemente subscritas pela Saga. Assim sendo, o percentual de ações em circulação no mercado então passou de 43,14% para apenas 4,81% do capital da Companhia, implicando em redução de liquidez.

Na operação destacada no item (i), cumpre ressaltar que a Cadam S/A, empresa anteriormente denominada Caulim da Amazônia S/A, é controlada pela Caemi Mineração e Metalurgia S/A.

Na segunda operação, a adquirente é controladora direta da alienante, visto que, segundo dados constantes do formulário de informações anuais IAN do exercício social de 2004, 96,81% das ações ordinárias de emissão da Companhia do Jari são detidas pela Saga.

O Colegiado, apreciando outras operações, já aceitou que negociações privadas servissem de base para a definição do preço justo. No entanto, tais negociações envolviam partes compradoras e vendedoras independentes, além de valores relevantes quando comparados aos montantes de suas respectivas OPA.

Como se pode observar no caso em tela, o volume financeiro das duas primeiras operações citadas é irrelevante quando comparado ao montante da OPA. Em contraste, o valor de R\$ 303.497,55, pago pela aquisição privada de ações que ensejou a realização de OPA por aumento de participação da Jari, não foi considerado como base na avaliação da referida companhia.

Além disso, não há independência entre as partes relacionadas na operação privada mencionada no item (ii), bem como no aumento de capital, uma vez que a Saga aprovou em AGE as condições do referido aumento.

4. CONCLUSÃO

É verdade que não está explícito no MEMO/SRE/GER-1/Nº 114/05 que a realização do segundo leilão depende do sucesso do primeiro, embora, desde logo, fosse essa a intenção da SRE/GER-1.

Entretanto, não possuímos dúvidas quanto ao teor da decisão do Colegiado, de modo que oficiamos o interessado sem impor qualquer inovação em relação à deliberação do Colegiado desta CVM.

Assim sendo, propomos manter a decisão pela realização de leilões seqüenciais, sendo o segundo leilão condicionado ao sucesso do primeiro.

Adicionalmente, no intuito de deixar precisa e clara a fundamentação técnica de sua decisão, sugerimos que a manifestação o Colegiado afirme expressamente que a condição de realização do segundo leilão é o sucesso no primeiro leilão, pelos motivos expostos acima.

Ademais, a Saga tomou ciência da decisão do Colegiado em 7/10/2005. Em consonância com o item I da Deliberação CVM nº 463/03, o prazo para interposição de recurso é de 15 dias. O presente recurso é, pois, tempestivo, haja vista ter sido protocolado nesta Comissão em 24/10/2005, uma 2ª feira.

Finalmente, solicitamos que o presente recurso seja encaminhado ao SGE, de modo a ser submetido à apreciação do Colegiado, nos termos do item III da Deliberação CVM nº 463/03.

Atenciosamente,

original assinado por

Reginaldo Pereira de Oliveira

Gerente de Registro 1