

Para: SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 240/2007

De: GER-1 Data: 10 de agosto de 2007

Assunto: Pedido de OPA Unificada e Concessão de Prazo Adicional de Análise – TRAFÓ Equipamentos Elétricos S.A. – Processo CVM nº RJ-2007-3296

Senhor Superintendente,

Trata-se de pedido de registro de oferta pública por alienação de controle da TRAFÓ Equipamentos Elétricos S.A. ("TRAFÓ" ou "Companhia"), CNPJ 90.286.105/0001-41, e para cancelamento de seu registro de companhia aberta, protocolado nesta CVM em 5/4/2007.

Em 6/3/2007, a WEG Equipamentos Elétricos S.A. ("WEG" ou "Ofertante") adquiriu, ao preço de R\$ 2,6453 por ação, 15.194.595 ações ordinárias, equivalentes a 91,93% do capital votante total e 3.508.231 ações preferenciais, equivalentes a 16,01% do total de ações dessa espécie, perfazendo 18.702.826 de ações de emissão da TRAFÓ, representativas de 48,56% do seu capital social (Anexo 1).

A WEG também adquiriu, na data acima, 3.588 debêntures de emissão da TRAFÓ, detidas pelos acionistas controladores, ao valor de R\$ 2.222,05, de um total de 5.897 emitidas privadamente, conversíveis em 420 ações ordinárias e 420 ações preferenciais. Tal valor fora obtido pelo seguinte cálculo: (420 ações ordinárias + 420 ações preferenciais) x R\$ 2,6453 (Anexo 2).

O valor total pago na compra das ações e debêntures detidas pelos acionistas signatários do "Contrato de Compra e Venda de Ações de Emissão da Trafo Equipamentos Elétricos S/A e Outras Avenças" ("CCV") atinge R\$ 57.447.308,19 (Anexo 3).

Ressalta-se que, conforme cláusula 3.1.2 do CCV, R\$ 1,50 por ação e R\$ 1.260,00 por debênture foram pagos em 7/3/2007. O montante restante será pago na data da liquidação financeira do leilão da OPA, corrigido pela variação do CDI no período.

Na OPA, a WEG pretende oferecer por ação ordinária em circulação R\$ 2,11, em consequência da aplicação do disposto no art. 254-A da Lei 6.404/76 e R\$ 1,95 por ação preferencial, valor decorrente da avaliação da TRAFÓ.

Para efeitos de cálculos, consideramos em circulação 2.302.938 ações ordinárias e 19.377.629 ações preferenciais, haja vista a conversão das debêntures emitidas privadamente pela Companhia.

Desse modo, caso a oferta fosse aceita por todos os detentores de tais ações, a OPA totalizaria um valor mínimo de R\$ 42.645.575,73.

Com relação às debêntures remanescentes, não-pertencentes aos controladores, é proposta a aquisição pela quantia de R\$ 1.705,20, valor decorrente da utilização dos preços constantes do item 1.3 da minuta do Edital aplicados do seguinte modo: (420 ações ordinárias x R\$ 2,11 + 420 ações preferenciais x R\$ 1,95). De acordo com o expediente de 31/7/2007, há em circulação 866 debêntures.

Ressalta-se que o presente pedido de registro de OPA foi alvo de reclamação da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), e do Fama Futurevalue Fundo de Investimento em Ações, que representa 1,85% das ações ordinárias e 29,01% das preferenciais, perfazendo um total de 17,14% do *free float* da Companhia.

I – Unificação das modalidades de OPA

Nos termos do art. 34, § 2º, da Instrução CVM nº 361/02, o pedido de unificação das modalidades de OPA deve ser apreciado pelo Colegiado.

O Colegiado vem, reiteradamente, admitindo a unificação dos procedimentos de ofertas públicas de aquisição de ações, quando se pretende cumular a oferta pública obrigatória decorrente da alienação de controle com a oferta pública obrigatória para cancelamento de registro de companhia aberta.

Pode-se citar, a título de precedentes, os seguintes processos:

- i. 17/4/2003 – Rhodia-Ster S.A. e Bahema Equipamentos S.A.;
- ii. 30/9/2003 – Solae do Brasil Holdings S.A.;
- iii. 21/3/2006 – Banco BEC S.A.; e
- iv. 17/4/2007 – Arcelor Brasil S.A.

No presente caso, resta dúvida sobre a ausência de prejuízos aos destinatários da OPA unificada, tendo em vista as conclusões expostas nos itens II e III adiante. No entanto, desde que fossem atendidas as exigências referentes ao preço a ser ofertado aos acionistas da Companhia, seríamos favoráveis à proposta de unificação.

Ademais, na decisão do Colegiado proferida em 17/4/2003, salientou-se: "*O Colegiado acompanhou o voto apresentado pelo Diretor-Relator, no sentido de (i) acolher o pedido de registro de OPA unificada e (ii) preparar um estudo sobre a conveniência da alteração da Instrução CVM nº 361/02 delegando-se competência à SRE para apreciação de pedidos de unificação de OPA.*"

Sugerimos que seja retomada a análise da conveniência de se delegar à SRE a autorização da unificação de ofertas, tendo em vista os precedentes já submetidos ao Colegiado.

Além da questão supracitada, entendemos que há outros pontos relevantes no presente caso, cuja análise concluímos somente após os esclarecimentos fornecidos pela Ofertante, decorrentes das exigências constantes dos Ofícios previstos no art. 9º da Instrução CVM nº 361/02. Desse modo, submetemos ao Colegiado, nessa oportunidade, o pedido de concessão de prazo adicional para comunicarmos o interessado da decisão da área técnica e consequente adequação do processo de registro da OPA à legislação pertinente.

Isto posto, listamos a seguir as questões relevantes da nossa análise:

- i. adoção de mesmo preço para ações ordinárias e preferenciais na aquisição do bloco de controle;
- ii. determinação do preço justo da Companhia, nos termos do art. 4º, § 4º, da Lei nº 6.404/76;
- iii. desconsideração das sinergias entre as empresas TRAFÓ e WEG, por meio da utilização do método *on a stand alone basis* no laudo de avaliação; e
- iv. existência de debêntures emitidas privadamente.

Para facilitar o entendimento dos pontos abordados, optamos por relacionar as justificativas da WEG, em itálico, e nossas considerações logo em seguida.

II - Adoção de mesmo preço para ações ordinárias e preferenciais na aquisição do bloco de controle

A adoção do mesmo valor para as ações ordinárias e preferenciais na alienação de controle se deu em virtude da ausência de elementos objetivos que fundamentassem, na presente negociação, o cálculo de um valor diferenciado para cada classe de ações.

Durante a negociação, as partes definiram qual valor seria pago pela aquisição do controle da Companhia, considerando neste bloco todas as ações detidas pelos vendedores, indistintamente, tanto as ações ordinárias quanto as preferenciais, posto que constituía condição do negócio que a aquisição abrangesse a integralidade das ações.

Observe-se que nem todos os vendedores possuíam ações preferenciais da TRAF0. Mesmo os vendedores titulares exclusivamente de ações ordinárias não criaram qualquer entrave à fixação do preço das ações preferenciais em patamar idêntico às ações ordinárias, viabilizando a concretização do negócio, justamente em decorrência do fato de que todos os vendedores integravam o bloco de controle.

Ademais, as ações de emissão da TRAF0 não possuíam índices de negociabilidade significativos a ponto de sustentar algum critério de diferenciação entre os valores das mesmas, de forma a propiciar com exatidão a apuração do valor de uma e de outra.

Em razão de tão baixa liquidez, a cotação das referidas ações na Bolsa de Valores não constituiu elemento embasador do preço da alienação e, conseqüentemente, tampouco poderia ser critério para diferenciação entre os valores das ações ordinárias e preferenciais.

No caso, a negociação entre as partes acerca do estabelecimento do valor de transferência das ações ordinárias e preferenciais dos vendedores fundou-se essencialmente na assunção por eles da responsabilidade por todas as contingências passivas⁽¹⁾ desta Sociedade que tenham origem anterior à celebração do referido contrato, pelo prazo de 4 (quatro) anos a contar da data da sua celebração.

Com efeito, a Cláusula 9ª do contrato prevê expressamente essa responsabilidade assumida pelos vendedores, como se observa a seguir:

"9.1. Geral. De acordo com o previsto neste item, os VENDEDORES, observada a proporção das suas participações societárias em relação ao total de Ações e Debêntures, e pelo prazo de 4 (quatro) anos contados da Data de Fechamento, conforme disposto no Anexo 9.1., e sem qualquer tipo de solidariedade, deverão reembolsar a COMPANHIA pelas perdas, por ela, efetivamente incorridas em razão de eventual Indenização ou Contingência Passiva.

Os VENDEDORES somente terão a obrigação de indenizar a COMPANHIA quando o saldo da Conta Gráfica estabelecida ultrapassar R\$1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais).

O somatório dos valores a serem eventualmente pagos pelos VENDEDORES para a COMPANHIA pela obrigação de indenizar é, em qualquer caso, limitado ao valor global máximo de R\$20.000.000,00 (vinte milhões de reais)."

Corroborando o entendimento de que o estabelecimento do preço consiste em aspecto negocial, a CVM, por ocasião do julgamento do Processo CVM/RJ 2007/1996, no voto da Diretora Relatora, posicionou-se no sentido de que "nas OPAs de alienação de controle em princípio sempre deve prevalecer (e tem prevalecido nas análises da CVM), o preço declarado pelas partes no contrato" (grifos nossos). E complementa: "A CVM tem competência para analisar (e o dever de fazê-lo) se a 'demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/76, correspondente à alienação do controle da companhia objeto', a que se refere o parágrafo 6º do art. 29 da Instrução 361/02, foi realmente feita de maneira justificada."

Na alienação em questão, se por um lado os vendedores tiveram um ônus relevante na negociação (responsabilidade por contingências passivas futuras), por outro perceberam o bônus correspondente (inclusão das suas ações preferenciais na alienação do bloco de controle).

Cumprе salientar que, de acordo com o precedente recente de Arcelor Brasil S.A., deve-se a priori considerar válidos os termos ajustados nos instrumentos contratuais apresentados a esta CVM, sem prejuízo da análise da existência de indícios de fraude, que visem burlar as regras da lei societária.

Assim sendo, num primeiro momento, deve a CVM identificar se o sobrepreço pago às ações preferenciais, na venda em conjunto com as ações representativas do controle de uma companhia aberta, levaria à constatação do referido indício.

Nessa linha de atuação, os precedentes em que a CVM se deparou com sobrepreço atribuído às ações preferenciais são manifestamente favoráveis ao lançamento do referido sobrepreço ao valor das ações ordinárias representativas do controle da companhia.

Cumprе frisar que, de fato, estamos diante de outro dispositivo normativo (art. 254-A). No entanto, a preocupação do regulador, quando da criação da regra de que o sobrepreço deve, salvo justificção plausível, ser atribuído às ações ordinárias, sob o risco de permitirmos a usurpação do valor devido aos minoritários, permanece atual.

Nesse tocante, podemos citar:

OFÍCIO/CVM/DFG Nº 365/81 – 29/6/1981, que trata da alienação de controle do COMIND – Banco de Investimento S.A.

"Assim entendeu a CVM tendo em vista que, de modo flagrante, parte do preço pago no antigo controlador pela cessão onerosa do poder de controle estava sendo embutida no preço pago ao antigo controlador pelas ações preferenciais, sem direito a voto, concomitantemente adquiridas. E tal fato é flagrante já que tais ações preferenciais, sem direito a voto, eram disponíveis, no mercado, a preço substancialmente inferior".

PARECER/CVM/SJU/Nº 030 – 28/4/1982, referente à oferta pública de compra de ações da Companhia Paraíba de Cimento Portland – Cimepar.

"Operações da espécie conduzem-nos a pressupor tratar-se de artifício, por parte dos pactuantes da alienação, com o objetivo de diluir o preço real pago pelo controle (ações ordinárias), via elevação do valor das preferenciais, sobre as quais não se estende a oferta pública. Evidente é o prejuízo que sofreriam os minoritários detentores de ações ordinárias, caso concretizada a operação.

Cumprе lembrar, aliás, que o Colegiado da CVM, quando da apreciação de caso similar, em reunião de 22.05.81, concluindo nesse sentido, decidiu que:

a. o sobrepreço atribuído às ações preferenciais é definido pela diferença entre o preço negociado e o valor da cotação em bolsa dessas ações;

b) o valor do sobrepreço deverá ser adicionado ao valor de compra das ações ordinárias, através de rateio, para se chegar ao valor final do negócio a ser estendido aos minoritários"

PARECER/CVM/SJU/Nº 123 – 9/12/1983, referente à alienação de controle acionário do Frigorífico Canoinhas S.A – Fricasa.

"A venda de ações preferenciais pertencentes ao controlador, numa operação de alienação de controle, só poderá se dar pelo mesmo preço atribuído às ordinárias, se devidamente justificada pelos pactuantes.

Isto porque tal alienação poderá configurar artifício empregado pelos contratantes com o intuito de diluir o preço real pago pelo controle, obtido via elevação do valor das preferenciais.

Numa operação de alienação de controle, as ações preferenciais são, em regra, negociadas por preço inferior ao das ordinárias, eis que nestas encontra-se embutido o sobrepreço pago pelo poder de comando da companhia.

Note-se que, embora a fixação de tal preço constitua, em princípio, uma questão puramente comercial, cumpre a CVM assegurar aos demais proprietários de ações ordinárias, tratamento igualitário ao dispensado ao controlador, quando da alienação do controle.

Em vista dessa competência, não pode a CVM permanecer inerte nas oportunidades em que se pode pressupor utilização de meios indiretos para burlar o referido direito".

MEMO/GJL/Nº 156/84 – 4/12/1984, que trata da alienação do poder de controle societário e oferta pública de aquisição das ações dos acionistas não-controladores, como forma de atingir o tratamento equitativo, da Tibagi Financeira S/A – Crédito Financiamento e Investimentos.

"2. Do contrato consta estarem sendo alienadas ações ordinárias e ações preferenciais ao preço unitário de 171 cruzeiros.

Tendo em vista que, segundo a SEP, a última negociação em bolsa com ações preferenciais da companhia datada de um ano atrás efetuou-se ao preço de Cr\$ 9,00 (nove cruzeiros) e considerando que o valor patrimonial da ação é, ainda segundo a SEP, de aproximadamente Cr\$ 10,00 (dez cruzeiros), parece-me evidente que o preço ajustado para pagamento das ações preferenciais do controlador contém parcela relativa ao controle da Tibagi Financeira. Em outras palavras, o sobrepreço referente ao valor de controle da companhia está, no presente caso, rateado proporcionalmente entre as ações ordinárias e as ações preferenciais"

Nota-se que a determinação de aplicação do sobrepreço às ações ordinárias na oferta pública definida em lei não tem o condão de alterar os termos contratados. Trata-se de aplicação da lei, já que, conforme indica Carlos Augusto⁽²⁾, a liberalidade do adquirente do controle em estender o preço de compra aos preferencialistas não poderia subtrair o valor aos destinatários da OPA, de forma injustificada. Entretanto, ocorrem situações que justificam o comportamento do adquirente do controle. Por isso, passamos a analisar os seguintes pontos apresentados nas alegações da Ofertante:

1. a ausência de elementos objetivos que fundamentassem um valor diferenciado para cada espécie de ações, uma vez que as ações de emissão da TRAFIO não possuíam índices de negociabilidade;
2. todos os vendedores integravam o bloco de controle;
3. a aquisição da integralidade das ações constituía condição do negócio;
4. nem todos os vendedores possuíam ações preferenciais da TRAFIO;
5. a atribuição de mesmo valor de aquisição das ações ordinárias e preferenciais de emissão da Companhia fundou-se essencialmente na assunção por eles da responsabilidade por todas as contingências passivas da TRAFIO pelo prazo de 4 anos a contar da celebração do contrato de compra e venda de ações; e
6. os ônus assumidos pelos vendedores versus os bônus correspondentes.

Com relação à alegação de que " as ações de emissão da TRAFIO não possuíam índices de negociabilidade significativos a ponto de sustentar algum critério de diferenciação entre os valores das mesmas", abaixo transcrevemos o quadro de negociação das ações preferenciais no período compreendido entre janeiro de 2006 e maio de 2007.

Mês/Ano	Quant.Negociada	Volume	Preço Mínimo	Preço Médio	Preço Máximo	Quantidade
	unidade	R\$	R\$/ação	R\$/ação	R\$/ação	Negócios
jan-06	289.100	329.574,00	1,01	1,14	1,20	101
fev-06	796.200	971.364,00	1,09	1,22	1,26	62
mar-06	119.900	139.084,00	1,11	1,26	1,34	71
abr-06	2.031.200	3.148.360,00	1,16	1,33	1,77	213
maio-06	1.681.700	2.068.491,00	1,15	1,29	1,64	231
jun-06	685.300	760.683,00	1,10	1,20	1,27	92
jul-06	290.800	331.512,00	1,05	1,14	1,19	56
ago-06	432.100	540.125,00	1,16	1,23	1,29	84
set-06	191.700	241.542,00	1,14	1,29	1,40	71
out-06	346.100	411.859,00	1,12	1,25	1,31	66
nov-06	700.300	938.402,00	1,13	1,21	1,36	153

dez-06	1.412.500	2.203.500,00	1,35	1,48	1,70	361
jan-07	835.800	1.404.144,00	1,49	1,74	1,90	308
fev-07	3.107.200	6.276.544,00	1,65	2,02	2,45	1232
mar-07	3.293.000	6.223.770,00	1,71	1,89	2,15	1299
abr-07	1.929.100	3.761.745,00	1,85	1,95	2,15	323
maio-07	3.790.700	7.998.377,00	1,90	2,11	2,20	714

Fonte: Bloomberg Data base: 13/06/2007

Vale frisar que, de acordo com os termos do "Contrato de Compra e Venda de Ações de Emissão da Trafo Equipamentos Elétricos S/A e Outras Avenças" (CCV), em 16/10/2006, a WEG concordou com as condições para acesso às informações confidenciais da Companhia.

No período de 27/11 a 5/12/2006, a WEG teve efetivo acesso às referidas informações e, em 22/12/2006, submeteu a proposta de compra do controle da TRAF0 aos seus acionistas controladores.

Por fim, de 15/1 a 5/3/2007, a WEG e os acionistas controladores da TRAF0 negociaram os termos do contrato firmado em 6/3/2007, data da divulgação do negócio por meio de aviso de fato relevante.

A despeito de que as ações preferenciais da TRAF0 não compõem os índices da Bovespa, indica Carlos Augusto Junqueira (3) que "não há razão para desconsiderar o parâmetro do mercado, uma vez que as ações tiveram negociação constante", compatível com o histórico anual do papel em pregão.

Quanto aos itens 2, 3 e 4, julgamos relevante a apresentação da composição dos vendedores de ações de emissão da TRAF0, descrita no CCV:

Acionista Controlador	Ações Ordinárias	%	Ações Preferenciais	%	Total	%
Walter Appel	6.862.858	45,17	3.051.242	86,97	9.914.100	53,01
João Antonio Lopes Filho	2.839.926	18,69	0	0,00	2.839.926	15,18
Paula Guazzelli de Souza	2.336.752	15,38	0	0,00	2.336.752	12,49
Flavia Helena Pitt	722.230	4,75	59.857	1,71	782.087	4,18
Vadis Domingos Pitt	798.549	5,26	41.728	1,19	840.277	4,49
Gioconda F. Pitt	307.161	2,02	34.314	0,98	341.475	1,83
Antonio Pitt Neto	288.293	1,90	22.788	0,65	311.081	1,66
Willian Peixoto Coura	166.358	1,09	199.376	5,68	365.734	1,96
Alexander Bialer	73.564	0,48	0	0,00	73.564	0,39
Maria L. Torres Assunção	798.904	5,26	98.926	2,82	897.830	4,80
TOTAL	15.194.595	100	3.508.231	100,00	18.702.826	100,00

A relevância do item 2 ("todos os vendedores integravam o bloco de controle") está em se verificar uma eventual participação de acionista minoritário como vendedor no contrato de alienação de controle de companhia aberta, recebendo valor superior aos destinados aos demais acionistas minoritários. Nesse ponto, tentamos identificá-los e preparamos as planilhas anexas, desconsiderando suas participações (vide Anexos 1 a 3, Tabelas 2). Analisamos o acordo de acionistas de 2002 e os esclarecimentos apresentados pela Ofertante em 27/7/2007, no que tange à natureza do vínculo dos acionistas Paula Guazzelli, Gioconda Pitt, Antonio Pitt Neto, Willian Peixoto Coura, Alexandre Bialer e Maria Torres Assunção, ante a sua ausência no acordo de acionistas e presença no CCV.

Cumpra afirmar que eram signatários do referido acordo de acionistas: Valéria Coelho, Jorge Homero Coelho, José Osvaldo Salada, Apla Adm. Participações Ltda., Paulo Egers da Silva, Walter Giacomo Pitt, Flavia Helena Pitt, Jeanine Starhan, Vadis Domingos Pitt, Mirela Starhan, João Antonio Lopes Filho, Partbank Consultoria e Gestão Empresarial S/A Ltda. e Walter Appel.

A Sra. Paula Guazzelli, por meio da sociedade ARS Administração e Participações Ltda., adquiriu a participação do Sr. Jorge Homero, terceiro maior acionista da TRAF0 no bloco de controle.

A Sra. Gioconda Pitt e Antonio Pitt Neto são filhos do signatário Sr. Walter Giacomo Pitt, já falecido, vinculados ao acordo por sucessão.

Após a referida análise, concordamos que os acionistas Paula Guazzelli, Gioconda Pitt e Antonio Pitt Neto integram o bloco de controle, haja vista a titularidade de ações que compõem o acordo de acionistas de 2002. Já o Sr. Alexandre Bialer, tão-somente consultor da TRAF0, não deveria ser considerado integrante do bloco de controle na venda das ações. Por fim, a Sra. Maria Assunção, companheira do Sr. Walter Appel, e o Sr. Willian Coura, Presidente da Companhia, por não serem signatários do acordo de 2002, apesar de considerados pessoas vinculadas ao controle, nos termos da Instrução CVM nº 361/02, não figuram como acionistas controladores.

Ademais, os cálculos apresentados nas planilhas em anexo foram realizados considerando os valores pagos a todos os vendedores listados no CCV, bem como considerando apenas os valores pagos àqueles que, a nosso ver, seriam os efetivos controladores da Companhia.

No que tange aos itens 3 ("a aquisição da integralidade das ações constituía condição do negócio") e 4 ("nem todos os vendedores possuíam ações preferenciais da TRAF0"), cabe avaliar a composição do bloco de controle, já com a exclusão dos três acionistas supracitados.

A alegação da Ofertante de que "nem todos os vendedores possuíam ações preferenciais da TRAF0" é verdadeira, sendo que, ao analisarmos qualitativamente o quadro supracitado, verificamos que:

- um único acionista, Sr. Walter Appel era detentor de 48,48% das ações ordinárias do bloco de controle e 95,06% das ações preferenciais detidas pelos integrantes do citado bloco;
- dos 7 acionistas controladores, apenas 2, detentores de 36,57% das ações ordinárias do bloco, não possuíam ações preferenciais;
- no entanto, afastamos a alegação do item 4, pois o Sr. Lopes Filho e a Sra. Paula Guazzelli venderam suas debêntures conversíveis em

ações ordinárias e preferenciais, o que, no Anexo 3, demonstra a real existência de aproximadamente 500.000 ações preferenciais, fruto da conversão das debêntures desses dois acionistas;

- d. uma vez que o Sr. Appel era detentor da maioria das ações preferenciais, os demais acionistas do bloco não se beneficiaram da venda de ações de espécies distintas pelo mesmo preço, conforme se extrai dos Anexos 6 e 7;
- e. considerando a venda de ações preferenciais pelo seu valor econômico (R\$ 1,95) e o sobrepreço atribuído somente às ações ordinárias dos controladores, o Sr. Appel perderia cerca de R\$ 1 milhão pela venda das suas ações preferenciais, sendo tal montante distribuído pelos demais controladores (Anexos 6 e 7).

Isto posto, tendo em vista as constatações supra, em especial a clara predominância do Sr. Walter Appel, o poder de negociação do bloco dependia das decisões desse acionista. Assim, cremos que a alegação 3 da Ofertante ("a aquisição da integralidade das ações constituía condição do negócio") parece indicar que a venda conjunta de ações ordinárias e preferenciais foi condição imposta pelo principal acionista do bloco de controle.

Ademais, os cálculos apresentados nos Anexos 4 e 5 (considerando ou não o pagamento de R\$ 1.500.000,00 de contingências), demonstram que o desgaste de imagem da WEG, uma companhia aberta, listada no Novo Mercado da Bovespa, pode não justificar uma fraude, visando economias financeiras da ordem de R\$ 200.000,00 a 400.000,00.

Quanto aos itens 5 ("assunção da responsabilidade por contingências passivas da TRAF0") e 6 ("os ônus assumidos pelos vendedores versus os bônus correspondentes"), cabe frisar que, conforme previsto na cláusula IX do CCV, os vendedores somente terão a obrigação de indenizar a Companhia, quando o saldo da Conta Gráfica, a seguir definida, ultrapassar R\$ 1.500.000,00. Ademais, o somatório dos valores a serem eventualmente pagos pelos vendedores para a Companhia pela obrigação de indenizar é limitado ao valor global máximo de R\$ 20.000.000,00.

A Conta Gráfica representa o meio utilizado para encontro de contas e eventual compensação, em que serão registrados os valores referentes às superveniências ativas e contingências passivas devidas pelos vendedores.

Vale ainda ressaltar que as contingências passivas passíveis de indenização são aquelas desconhecidas no momento da assinatura do contrato e deve ser observada a proporção das participações societárias dos vendedores, não só das preferenciais. Já as superveniências ativas estão listadas no Anexo 1.27 do CCV, apenas pendentes de realização na data do fechamento do negócio, totalizando R\$ 5,3 milhões, e que somente serão consideradas para eventuais compensações.

Por fim, as contingências passivas já provisionadas, no valor de aproximadamente R\$ 5 milhões, não serão objeto de ajustes futuros.

Mostra-se ainda necessário citar alguns precedentes relevantes para a conclusão da análise do presente caso.

a. Decisão do Colegiado no Caso Ambev – 2004

"Em resposta à consulta da área técnica, o Colegiado manifestou-se no sentido de que, no momento, a oferta pública deve ocorrer de acordo com as decisões já adotadas anteriormente pelo Colegiado em casos similares, isto é, com oferta nas mesmas condições previstas para o pagamento do controlador, apenas com a redução de 80%, e sempre facultado ao ofertante apresentar, em conjunto com tal oferta, oferta alternativa em dinheiro, se assim entender necessário."

b. Edital de OPA Unificada da Bahema S.A.– 2003 (preços diferenciados para a oferta de compra de ações ordinárias e preferenciais)

"Em 31 de dezembro de 2002, após realização de "due diligence" contábil e legal na Emissora, a Ofertante e os acionistas controladores da Emissora firmaram um Instrumento Particular de Promessa de Compra e Venda de Ações, tendo por objeto as ações que compõem o bloco de controle da Emissora, ao preço de R\$ 49,46 por lote de mil para as ações ordinárias e de R\$ 12,59 por lote de mil para as ações preferenciais, além de condicionarem o fechamento do negócio ("condição suspensiva") à expressa aprovação da Caterpillar. Obtida esta aprovação em 28 de janeiro de 2003, foi divulgado novo anúncio de fato relevante, informando ainda sobre a intenção da Ofertante em apresentar registro desta Oferta à CVM para aquisição das demais ações ordinárias e preferenciais da Emissora em circulação no mercado."

c. Declaração de Voto do então Presidente da CVM no Caso Arcelor – 2007

Balizas para a atuação da CVM em casos futuros

Portanto, estando inteiramente de acordo com o voto da Diretora Relatora quanto ao caso concreto, julguei necessário deixar resumidas algumas balizas que decorrem daquele voto, a fim de nortear os agentes de mercado e a CVM em casos futuros:

- i. também em casos em que exista obrigação de realizar oferta por aquisição indireta de controle, e não por alienação, aplica-se o dever de demonstração justificada do preço de que trata o § 6º do art. 29 da Instrução 361/02, cabendo à CVM verificar se a demonstração foi feita de maneira adequada;*
- ii. a justificação do preço pode ser feita, em quaisquer casos, por instrumentos contratuais, se houver, ou outros documentos que comprovem com razoabilidade a parcela do preço correspondente à companhia controlada, como o prospecto ou o edital da oferta, devendo o preço resultante de tais documentos ser aceito pela CVM, salvo prova definitiva da existência de uma parcela adicional de preço não indicada, caso em que a oferta somente será registrada se tal parcela for desde logo acrescida ao preço;*
- iii. se a CVM entender que existem indícios de que o preço informado nos documentos não é o verdadeiro, não poderá negar registro à oferta, devendo iniciar investigação em paralelo e, ficando comprovada a fraude, formular acusação, inclusive frente ao intermediário, sem prejuízo da indenização a ser postulada pelos destinatários da oferta;*
- iv. na ausência de instrumentos contratuais ou outros documentos que comprovem a parcela do preço correspondente à companhia controlada, o ofertante poderá justificar o preço por ele indicado por outros meios, cabendo à CVM examinar tais justificativas, e obter outros elementos que lhe permitam chegar a uma conclusão quanto a ter sido feita a adequada demonstração do preço; e*
- v. se os elementos apresentados pelo ofertante e colhidos pela CVM forem insuficientes, e as ações da companhia controlada e da companhia controladora tiverem liquidez em mercados regulados, o*

critério de comparação dos preços de mercado das ações de ambas as companhias antes do lançamento da oferta, ou do anúncio negócio de aquisição, deve ser considerado um critério justificado para a demonstração do preço, e pode ser adotado pela CVM."

No que tange à " oferta nas mesmas condições previstas para o pagamento do controlador, apenas com a redução de 80%", no presente caso, mostra-se tarefa das mais difíceis, devendo a Ofertante propor soluções para o efetivo cumprimento do disposto no art. 254-A da Lei nº 6404/76, de modo que controladores e minoritários sejam tratados da mesma forma, com relação a ônus e bônus. Não poderiam os vendedores se beneficiar hoje de um bônus, assumindo o risco eventual de um ônus ao longo dos quatro anos subseqüentes.

Ou seja, sob a alegação de que o preço superior oferecido às ações preferenciais compensaria a responsabilização pelas eventuais contingências passivas, pode levar ao descumprimento do disposto no art. 254-A.

No caso de Bahema, cabe salientar que as ações preferenciais dos controladores foram alienadas a preço de mercado. Assim, resta-nos afastar a alegação da Ofertante de que esse seria um precedente da existência de oferta unificada com distintos preços para ações ordinárias e preferenciais, em decorrência da alienação de controle.

Na negociação de compra e venda de participações acionárias, as partes envolvidas, adotando critérios próprios, dispõem-se a oferecer valores pelos ativos, diferenciando ou não seus preços, de acordo com a evolução da negociação, até, nos casos de sucesso, chegar a um denominador comum ao final das tratativas.

Todavia, do ponto de vista das partes, o que é relevante, ao longo de toda a duração das negociações, é o tamanho do cheque a ser pago ou recebido ao final.

Para aquele que está na ponta compradora, há ainda uma preocupação de natureza pecuniária, que deriva do negócio realizado, ou seja, o tamanho do desembolso na subseqüente OPA para efeitos do art. 254-A.

Por fim, concluímos pela aplicação de entendimento similar ao caso Arcelor, de que deve prevalecer a vontade exarada em contrato, observando-se os indícios de fraude. Ressaltamos nosso entendimento de que o disposto no item (iii) da declaração de voto acima transcrita aplica-se somente a situações de alienação indireta de controle.

No presente caso, no que se refere à análise da existência de indícios de fraude, os cálculos que compõem os Anexos 4 a 7 sinalizam, dada a pequena economia financeira apresentada e o ganho auferido somente pelo principal acionista do bloco de controle, inclusive com prejuízo dos demais signatários do acordo de acionistas, a baixa probabilidade de conluio das 11 pessoas envolvidas na negociação.

Antes de levantarmos as questões associadas ao preço justo da oferta para cancelamento de registro da TRAF0, concluímos o presente tópico, entendendo que a oferta da WEG de R\$ 2,11 pelas ações ordinárias em circulação atende ao disposto no art. 254-A da Lei nº 6404/76, desde que atualizada pela variação do CDI, conforme a cláusula 3.1.2 do CCV.

III – Determinação do preço justo e a avaliação da Companhia, nos termos do art. 4º, § 4º, da Lei nº 6.404/76:

O reclamante alega que o preço praticado na transação privada [venda do controle] é o preço mínimo que deveria ser atribuído às ações preferenciais e que compete à CVM a verificação do preço justo para fins de cancelamento de registro de companhia aberta.

Alega a Ofertante que " *inexiste qualquer dispositivo que vede a adoção de um valor apurado com base em laudo de avaliação – o que seria um absurdo – e imponha a adoção do valor de uma negociação privada relevante. A premissa é outra: admite-se a possibilidade de adoção do critério de uma negociação privada relevante, porém a existência de uma transação desta natureza não impede a adoção de outro critério justificado*".

Mais uma vez, somos remetidos à declaração de voto do então Presidente da CVM no caso Arcelor:

"Comparação com a atuação da CVM em casos de cancelamento de registro

Frise-se que assim é mesmo nos casos de ofertas para cancelamento de registro, em que a lei expressamente fala em preço justo, e a CVM, através da Instrução 361/02, determinou que essa declaração de justiça fosse feita por avaliador independente. Isto é: mesmo quando a lei fala em preço justo, o que não é o caso das ofertas de alienação controle, a CVM não examina nem muito menos declara a justiça do preço, mas apenas verifica se as formalidades e a justificação necessárias foram cumpridas. Assim, por exemplo, a CVM examina o laudo de avaliação do ponto de vista de seu conteúdo formal; exige a divulgação de laudo de valor econômico (aliás, normalmente considerado o mais "justo", e freqüentemente calculado com base em múltiplos de EBITDA); verifica se a declaração de que um critério é justo contém as razões pelas quais outros critérios não o seriam.

Ademais, tendo em vista a manifestação de que, mesmo nos casos de OPA para cancelamento de registro, a CVM não examina nem muito menos declara a justiça do preço, e para isso exige a declaração do avaliador sobre o critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que lhe pareça mais adequado à definição do preço justo. Ressaltamos que os critérios são de cotação de mercado, valor patrimonial, valor econômico e outro "critério de avaliação adotado pelo ofertante para a definição do preço justo" diverso dos anteriores.

Até esse ponto, tenderíamos a concordar com as alegações da Ofertante. No entanto, não podemos concordar que a Ofertante, frise-se, e não a CVM, defina numa negociação que o preço justo a ser pago para as ações preferenciais é de R\$ 2,6453, já que não há explicação que justifique o pagamento de prêmio, e na seqüência, pretenda adquirir as ações detidas pelos minoritários por um preço justo distinto. Há em circulação 79,44% das ações preferenciais de emissão da TRAF0 (considerando a conversão da totalidade das debêntures emitidas privadamente). O valor pago pelas ações preferenciais dos acionistas controladores foi de R\$ 12,3 milhões e pelas ações preferenciais em circulação, pelo mesmo valor, chegaria a R\$ 51 milhões.

Salienta-se que, tendo em vista a obrigação de cumprimento do dever de diligência expresso no art. 153 da Lei nº 6404/76, os administradores da WEG, companhia aberta, julgaram que as ações da TRAF0 deveriam ser adquiridas pelo preço de R\$ 2,6453, agindo como homem ativo e probo nos termos da lei.

Ressalta-se que o preço justo definido no art. 4º, § 4º, da Lei nº 6404/76 não tem que ser obrigatoriamente igual ao valor de avaliação da companhia, mas, no mínimo igual ao valor de avaliação da companhia. Assim, parece assistir razão ao reclamante, inconformado com a existência de dois preços justos, formados tão proximamente, em atendimento a uma Lei – a Lei nº 6404/76, que é considerada por vários doutrinadores como um sistema harmônico de comandos legais.

Vale lembrar que, diferentemente da OPA por alienação de controle, a OPA para cancelamento de registro deve ser dirigida a todos os acionistas

detentores de ações em circulação da companhia objeto, logo, numa proposta de unificação das referidas modalidades, devemos avaliar a compatibilização dos preços ofertados aos destinatários.

Para tanto, confeccionamos o Anexo 8, que nos permite concluir que a oferta unificada, de modo a observar os dispositivos legais pertinentes (art. 4º, § 4º e art. 254-A), deveria ser formulada da seguinte forma:

- i. Opção 1 - os acionistas detentores de ações ordinárias e preferenciais receberiam, na data da liquidação do leilão, o preço de R\$ 1,95 (valor de avaliação) e, ao final do quarto ano⁽⁴⁾, receberiam uma diferença de até R\$ 0,6953 (fruto da diferença de R\$ 2,6453 e R\$ 1,95), sujeita a ajustes futuros decorrentes do pagamento de contingências pelos antigos controladores;
- ii. Opção 2 - os acionistas detentores de ações ordinárias receberiam, na data da liquidação do leilão, o preço de R\$ 2,11 (80% do preço pago aos controladores)⁽⁵⁾, sem qualquer ajuste futuro.

Em consequência, os acionistas detentores de ações ordinárias, destinatários de ambas modalidades de OPA, avaliariam a conveniência de receber R\$ 1,95 e mais um valor incerto no final do quarto ano, ou daria quitação total à Ofertante, concordando com o cancelamento, vendendo suas ações na data do leilão, pelo preço de R\$ 2,11, sem quaisquer reajustes futuros, positivos ou negativos.

Cumpra, ainda, informar que a Ofertante pode rever sua posição de realizar a OPA para cancelamento de registro de companhia aberta da TRAFÓ, possibilidade já manifestada informalmente.

Caso assim o faça, esta área técnica deverá rever a hipótese de indícios de fraude, conforme a decisão de Arcelor Brasil S.A., em função da economia para a Ofertante e o prejuízo aos minoritários.

III – Não consideração das sinergias entre as empresas TRAFÓ e WEG, utilizando o método "on a stand alone basis" no laudo de avaliação

Segundo os avaliadores (Ernst&Young), quando uma empresa é analisada "on a stand alone basis" isto significa que ela é vista de forma independente, ou seja, sem considerar, por exemplo, eventuais sinergias e/ou benefícios decorrentes do fato dela fazer parte de um grupo econômico maior, o que poderia trazer vantagens de escala, modificar sua capacidade de realizar investimentos ou aumentar seu poder de barganha.

Aswath Damodaran, em seu livro Avaliação de Empresas ², dedica um capítulo ao tema Valor da Sinergia, cujos trechos transcrevemos a seguir:

É evidente que há potencial para sinergia em muitas fusões. As questões mais importantes referem-se à avaliação dessa sinergia e à determinação de quanto pagar por ela.

Avaliação da Sinergia

A principal questão sobre a sinergia não é se ela pode ser avaliada, mas como ela deve ser avaliada. Afinal, as empresas dispostas a pagar grandes quantias pela sinergia devem ser capazes de calcular um valor para essa sinergia e a suscetibilidade desse valor a várias premissas.

Reverendo as evidências, fica claro que os mercados acreditam que há potencial para sinergia quando as fusões ocorrem (apesar de muito menos do que as avaliações gerenciais na mesma época), mas também é evidente que apenas uma pequena proporção das fusões realiza uma substancial sinergia. Essas conclusões são compatíveis com o conceito de que a sinergia de fato existe, mas é bem mais difícil de ser gerada na prática do que no papel.

Se a sinergia é capaz de criar um valor significativo sob as condições certas em uma aquisição, a próxima questão vem a ser a de determinar como esse valor incremental deve ser compartilhado entre os acionistas da empresa adquirente e os da empresa-alvo.

Nota-se que a quantificação das sinergias é questão polêmica, que exige um estudo, inclusive em usos e legislações estrangeiras, e que, devemos aceitar a referida análise com o método "on a stand alone basis" que tem como premissa a avaliação de forma independente da empresa sem a consideração das possíveis sinergias.

Além disso, a própria argumentação da Ofertante, em 5/4/2007, indica que, se existirem, somente ocorrerão após o fechamento de capital da TRAFÓ: "Paralelamente, há o interesse de se realizar o cancelamento do registro de companhia aberta da Emissora (TRAFÓ), de forma a permitir um melhor aproveitamento das sinergias existentes entre a emissora e a ofertante e seu grupo original".

Desse modo, não teria o avaliador meios de mensurar as influências de ganhos de sinergias quando da elaboração do laudo de avaliação.

Os dados trazidos pelo presente caso reforçam a urgência de a CVM se debruçar sobre a questão e podem explicar a razão de o laudo de avaliação não ter capturado elementos, do conhecimento da Ofertante, que possam respaldar a existência de dois preços justos (como se isso fosse possível).

Em consequência, pode-se colocar em dúvida a ausência de prejuízos aos destinatários da OPA unificada, uma vez que a elaboração do laudo de avaliação algum tempo depois da alienação do controle da companhia, com o objetivo de balizar uma oferta pra cancelamento, poderia levar a resultados bem distintos do atual estágio, já sob a influência dos ganhos associados à nova gestão.

IV – Existência de debêntures emitidas privadamente

O artigo 17 da Instrução CVM 361 aborda somente o tratamento a ser conferido no caso de emissão pública de debêntures, como se segue:

Art. 17. A companhia que tenha efetuado emissão ou distribuição pública de debêntures somente poderá ter cancelado o seu registro de companhia aberta se comprovar, por declaração do agente fiduciário, que:

I – resgatou a totalidade das debêntures em circulação;

II – vencido ou antecipado o prazo para resgate e não tendo sido resgatada toda a emissão, procedeu ao depósito do valor de resgate das debêntures em banco comercial, ficando tal valor à disposição dos debenturistas;

III – o ofertante ou pessoa vinculada adquiriu a totalidade das debêntures em circulação; ou

IV – todos os debenturistas concordaram com o cancelamento de registro de companhia aberta, e

declararam expressamente ter ciência de que, em razão disto, será cancelado o registro para a negociação das debêntures em mercado secundário organizado, se houver.

Desse modo, os acionistas detentores de debêntures emitidas de modo privado pelas companhias abertas, apesar da alienação de suas ações, poderiam ser compelidos a permanecer investidores de uma companhia fechada, a despeito de terem adquirido os citados valores mobiliários emitidos por companhia aberta.

Na OPA da TRAF0, há uma oferta de recompra dessas debêntures disposta na minuta de Edital da OPA. Sem prejuízo de um estudo sobre a questão e posterior alteração da norma, propomos que seja criado um mecanismo para permitir que os debenturistas, na proporção da conversão de suas debêntures em ações, possam se manifestar sobre o cancelamento de registro da Companhia, nos moldes do art. 21 da Instrução CVM nº 361/02, sendo considerados: (i) concordantes, desde que vendam suas debêntures ou manifestem expressamente sua concordância com o cancelamento; ou (ii) discordantes, desde que manifestem tal entendimento.

V - Conclusão

Pelo exposto acima, quanto à unificação das ofertas, não podemos atestar a ausência de prejuízos aos seus destinatários, a menos que a Ofertante se predisponha a reconhecer a existência de um preço justo único para a Companhia.

Ademais, propomos que seja retomada a análise da conveniência de se delegar à SRE a autorização da unificação de ofertas, em casos similares aos precedentes já submetidos ao Colegiado.

Propomos, ainda, que seja concedido prazo para esta área técnica comunique à Ofertante, com base na conclusão da análise acima disposta, a necessidade de aprimoramentos nos documentos da oferta, permitindo a concessão do registro da oferta:

(i) de modo que a OPA unificada reflita o preço justo escolhido pela WEG, na compra das ações de emissão da TRAF0, afastando a inconsistência do pedido formulado; e

(ii) seja previsto o mecanismo de manifestação dos debenturistas, na proporção da conversão de suas debêntures em ações de emissão da TRAF0.

Tal prazo suplementar, se concedido, permite à Ofertante e ao Intermediário formalmente conhecerem a posição final da área técnica da CVM sobre o pedido de registro da OPA e, eventualmente, recorrerem da decisão, trazendo ou não fatos e argumentos novos ao processo.

Quanto à avaliação *on a stand alone basis* e à ausência de previsão na norma de mecanismos de manifestação de debenturistas detentores de títulos emitidos privadamente, sugerimos que o Colegiado considere o início dos estudos sobre os temas pela SDM, inclusive de experiências em outras jurisdições, com as posteriores alterações da norma, se for o caso.

Alternativamente, tendo em vista a complexidade dos pontos levantados acima, poderia o Colegiado interromper o prazo de análise previsto no art. 9º, § 4º, da Instrução CVM nº 361/02, no âmbito da presente operação, com o objetivo de analisar de forma mais refletida os referidos pontos.

Por fim, propomos o envio do presente Processo à Superintendência Geral, de modo que os pedidos sejam apreciados pelo Colegiado, tendo a SRE/GER-1 como relatora.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

Flavia Mouta Fernandes

Gerente de Registros 1

Ao SGE, de acordo com manifestação da GER-1.

(Original assinado por)

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários.

[Clique aqui para visualizar os anexos](#)

[\(1\) Contingências Passivas: significam todos os passivos que possam resultar em efeito caixa negativo à COMPANHIA que, individualmente ou no caso de pluralidade de causas com objetos idênticos, sejam superiores a R\\$200.000,00 \(duzentos mil reais\), inclusive os decorrentes de demandas judiciais ou administrativas e autos de infração, contra a COMPANHIA e suas controladas, constatados após a Data Base de Auditoria, bem como as eventuais diminuições patrimoniais causadas à COMPANHIA constatados após a data base das Demonstrações Financeiras e originados durante a gestão dos VENDEDORES, serão passíveis de indenização pelos VENDEDORES, excetuados: \(i\) os casos previstos nos anexos deste Contrato; \(ii\) as conseqüências decorrentes da gestão dos administradores eleitos pela COMPRADORA.](#)

[\(2\) SIQUEIRA, Carlos Augusto J. de. Transferência do Controle Acionário: Interpretação e Valor. Niterói: FMF, 2004. p. 450.](#)

[\(3\) Ibid., p. 452.](#)

[\(4\) Reembolso sujeito a análises semestrais, conforme dispõe a cláusula 9.7 do CCV, corrigidos pelo CDI.](#)

[\(5\) Corrigidos pelo CDI.](#)