

Declaração de voto da Presidente Maria Helena Santana

Proponho a reforma da decisão do Colegiado proferida em 18.09.07, pois entendo que embora tenha sido tomada com base em interpretação possível, lógica e correta, ela traz duas conseqüências que considero serem absolutamente inconvenientes.

Uma delas seria impor ao avaliador a consideração de um critério, na definição do preço justo, que não é exigido pelas normas vigentes. A outra seria o fato de a CVM declarar qual é o preço justo da OPA de cancelamento da TRAF0, adotando inclusive interpretação e conduta diferentes, neste caso concreto, de todos os precedentes já examinados pela CVM.

Além disso, há um erro material na decisão, já que foi equivocadamente determinada a extensão aos minoritários de ajustes que em verdade não integravam o preço pago quando da alienação de controle. É o que passo a expor e as razões pelas quais entendo que a decisão deve ser reformada.

RELATÓRIO**1 – Decisão da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários - SRE**

1.1 A alienação de controle da TRAF0 Equipamentos Elétricos S.A. ("TRAF0"), para a WEG Equipamentos Elétricos S.A. ("WEG" ou "Ofertante"), fez surgir a obrigação desta de realizar oferta pública obrigatória, prevista no art. 254-A(1) da Lei das S.A., de modo a estender aos acionistas minoritários ao menos 80% do preço pago pela WEG por cada ação com direito a voto detida pelos antigos controladores.

1.2 Ao solicitar o registro da OPA por alienação de controle, a Ofertante cumulou-o com pedido de registro de OPA para cancelamento de registro de companhia da TRAF0, solicitando, dessa forma, a unificação das ofertas.

1.3 A proposta da Ofertante era a de oferecer aos acionistas detentores de ações ordinárias o preço de R\$2,11 (equivalente a 80% do preço de R\$2,64 pago aos antigos controladores da TRAF0) e, aos detentores de ações preferenciais, o preço de R\$ 1,95 (correspondente ao valor de avaliação da TRAF0 conforme laudo de avaliação elaborado para atendimento ao §4º do art. 4º da Lei das S.A.).

1.4 A SRE, nos termos do Memo SRE/GER-1/Nº240/2007, analisou o preço proposto pela WEG em relação a dois aspectos: o primeiro referia-se ao pagamento de um mesmo preço para ações ordinárias e preferenciais na aquisição do bloco de controle da TRAF0 e o segundo referia-se ao atendimento ao conceito de preço justo, necessário para fins de concessão do registro da OPA de cancelamento. Dessa forma, a primeira análise da SRE visava a avaliar o atendimento ao art. 254-A (oferecimento de 80% do preço pago pelas ações com direito a voto), enquanto a segunda procurava avaliar o atendimento ao §4º do art. 4º da Lei das S.A. (oferecimento de preço justo).

1.5 Sobre o atendimento ao art. 254-A da Lei das S.A., a SRE aplicou entendimento similar ao precedente RJ 2007/1996 (Arcelor) e passou a investigar as razões para a definição de um preço único para as ações ordinárias e preferenciais detidas pelos antigos controladores da TRAF0, ou seja, avaliar se o "prêmio" pago pelas ações preferenciais (se comparado o preço de venda ao preço de mercado na época) deveria ser considerado como parte do preço na verdade pago pelas ações ordinárias, para efeito de cálculo do valor a ser oferecido na OPA aos minoritários.

1.6 Após considerar, entre outros aspectos, que os vendedores do controle detinham proporções diferentes de ações preferenciais e que a aquisição da totalidade das ações (ordinárias e preferenciais) detidas pelos vendedores parece ter sido condição do negócio, a SRE concluiu que a atribuição de preço único às ações ordinárias e preferenciais decorreu de condição negocial.

1.7 Dessa forma, a SRE concordou que o cálculo de 80% fosse feito sobre o preço pago pelas ações ordinárias da TRAF0 detidas por seus antigos controladores, não se aplicando a ele o sobrepreço pago às ações preferenciais, confirmando, por conseguinte, que o preço de R\$ 2,11 oferecido pela Ofertante atendia o art. 254-A da Lei das S.A.(2).

1.8 Já no que diz respeito ao atendimento ao dispositivo legal que determina que o cancelamento de registro de companhia aberta deve se dar por preço justo, correspondente, no mínimo, ao valor de avaliação da companhia, a SRE discordou da proposta da Ofertante.

1.9 Isso porque, embora a Ofertante tenha apresentado laudo de avaliação elaborado para fins do §4º do art. 4º da Lei das S.A., o preço indicado naquele laudo – R\$1,95 – não era consistente com a atuação da Ofertante, que afinal concordara em pagar muito mais – R\$ 2,64 – pelas ações preferenciais detidas pelos antigos controladores da TRAF0.

1.10 Dito de outra forma, a SRE entendeu que não poderia concordar que a Ofertante definisse numa negociação que o preço justo a ser pago pelas ações preferenciais é de R\$ 2,64 e, na seqüência, pretendesse adquirir ações preferenciais detidas pelos minoritários por preço justo distinto(3).

1.11 Diante de tais análises, a SRE concluiu que a oferta unificada, de forma 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, 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), sem qualquer ajuste futuro."

1.12 A previsão, na Opção 1, de ajustes futuros decorrentes do pagamento de contingências se deveu ao entendimento da SRE de que os acionistas controladores e minoritários deveriam ser tratados da mesma forma com relação a ônus e bônus(4) e que, portanto, o eventual ajuste futuro previsto no contrato em que os antigos controladores da TRAF0 alienaram suas ações deveria ser estendido aos minoritários, na medida em que o preço pago na alienação de controle seria a eles igualmente estendido.

2 – Recurso contra a Decisão da SRE (Decisão do Colegiado de 18.09.07)

2.1 A Ofertante apresentou recurso contra o entendimento da SRE contido no Memo SRE/GER-1/Nº240/2007, através do qual pleiteou a adoção de decisão consistente com precedentes da CVM e com o Parecer/CVM/SJU/Nº30/82, de forma que se aplicasse o sobrepreço verificado na aquisição das ações preferenciais às ações ordinárias, do que decorreria o oferecimento na OPA do preço único de R\$ 2,29, correspondente a 80% aplicado ao novo preço das ordinárias, já acrescido do sobrepreço pago pelas ações preferenciais.

2.2 A SRE reformou então sua decisão, aceitando o oferecimento do preço de R\$ 2,29 tanto aos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias quanto aos detentores de ações preferenciais, pelos motivos a seguir transcritos:

"(i) apesar da ausência de indícios de fraude, os precedentes tratados por esta Autarquia indicam que o sobrepreço deve ser atribuído somente às ações ordinárias;

(ii) com o novo cálculo de sobrepreço apresentado, afasta-se a preocupação desta área técnica da CVM com a existência de eventuais dois preços justos, uma vez que o preço das ações preferenciais adquiridas no âmbito do contrato de alienação de controle sai do patamar de R\$ 2,6453, migrando para R\$ 1,92;

(iii) haja vista o valor de avaliação da Companhia, a extensão da oferta de R\$ 2,29 por ação preferencial atenderá, então, ao disposto no art. 4º, § 4º, da Lei nº 6.404/76;"

2.3 Por se tratar de solicitação de registro de OPA unificada, o assunto foi submetido ao Colegiado em 18.09.07.

2.4 O Colegiado entendeu pela manutenção da decisão anterior da área técnica, na medida em que no caso não havia qualquer elemento que indicasse ter sido atribuído às ações preferenciais sobrepreço que coubesse às ações ordinárias, consideradas as particularidades da negociação da venda do controle.

2.5 Manteve-se, ademais, o entendimento da Superintendência de Registros de que a CVM não poderia concordar que a Ofertante definisse o preço de R\$ 2,64 para as preferenciais na alienação de controle e, ato contínuo, outro preço justo para essas mesmas ações. Em outras palavras, entendeu-se que, se não havia indícios de que os administradores da WEG deixaram de cumprir seus deveres legais para com a companhia, havia que se considerar que esses administradores reconheçam o preço de R\$ 2,64 como preço justo das ações preferenciais detidas pelos antigos controladores.

2.6 Em conseqüência, a OPA unificada deveria conter as duas opções de preço anteriormente indicadas pela SRE: uma, dirigida a todos os acionistas, na qual receberiam o valor de avaliação da TRAFÓ de R\$ 1,95, eventualmente acrescido, ao fim do período de quatro anos, de uma diferença de até R\$ 0,6953, dependendo dos ajustes decorrentes do pagamento de contingências e, a outra, dirigida unicamente aos detentores de ações ordinárias, propiciando-lhes receber à vista o preço de R\$ 2,11, sem quaisquer ajustes futuros.

2.7 Adicionalmente, o Colegiado não se opôs a que, se a Ofertante assim desejasse, fosse também oferecido como alternativa, a todos os acionistas, o preço de R\$ 2,29, sem ajustes futuros, conforme proposto no recurso(5).

VOTO

3 – Necessidade de se reconsiderar a Decisão de 18.09.07

3.1 A decisão da qual se pede reconsideração tem dois componentes, como decorre da solicitação de autorização da CVM para cumular duas OPAs em uma unificada. O primeiro, acerca do valor a ser oferecido na oferta obrigatória a ser estendida em razão da alienação do controle da TRAFÓ. O segundo, sobre o preço justo que é devido na OPA de cancelamento de registro.

3.2 Entendo que o Colegiado deve manter sua decisão quanto ao seu primeiro aspecto, que diz respeito ao valor devido aos acionistas detentores de ações ordinárias em razão do disposto no art. 254-A da Lei. Ou seja, considero que o valor devido é aquele equivalente a 80% do preço efetivamente pago pelas ações ordinárias dos antigos controladores da TRAFÓ, sem que a esse valor seja acrescido qualquer outro a título de sobrepreço das ações preferenciais.

3.3 De fato, neste caso concreto, o "*preço por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle*" foi contratualmente estabelecido em valor idêntico ao preço pelo qual a adquirente do controle comprou, também, as ações sem direito a voto detidas pelos acionistas controladores (notadamente por um deles, que detinha quantidade expressiva de tais ações).

3.4 As razões para que as partes tenham contratado dessa forma podem ter sido inúmeras. Basta ver que o próprio acordo de acionistas existente entre os alienantes do controle desde 2002 aparentemente não diferenciava ações ordinárias de ações preferenciais, para efeito de direito de preferência e *tag along* entre os controladores. Portanto, a oferta de qualquer preço aos controladores, por suas ações ordinárias teria determinado a extensão desse mesmo preço às ações preferenciais de que fossem titulares.

3.5 A própria SRE, em sua análise desta operação, de suas circunstâncias e documentos contratuais, expressa no Memo SRE/GER-1/Nº240/2007, concluiu que o pagamento pela Ofertante de valores idênticos pelas ações ordinárias e preferenciais dos antigos controladores decorreu de condição negocial, nada indicando que a diferença entre o preço de mercado das ações preferenciais e o valor que foi por elas pago significasse na verdade parcela de preço que corresponderia às ações ordinárias.

3.6 Essa conclusão me parece a mais razoável diante das características do caso, inclusive porque considero que se deve, em princípio, presumir a veracidade de contratos firmados. O fato de a Ofertante ter, posteriormente, requerido a aplicação de precedentes e do Parecer/CVM/SJU/Nº30/82 não deve alterar em nada essa conclusão.

3.7 Quanto ao segundo aspecto da decisão, que trata do cálculo do preço justo em ofertas destinadas ao cancelamento de registro de companhia aberta, há aqui uma decorrência do fato de que o valor efetivamente pago pelas preferenciais do controlador da companhia foi R\$ 2,64. Tendo sido esse o valor pago por aquelas ações em uma transação – ocorrida recentemente – com parte independente, sendo a compradora uma companhia aberta, cujos administradores estão submetidos aos deveres de diligência e de lealdade para com seus acionistas, é bastante difícil concluir que haja outro preço mais justo a ser considerado, para efeito do cumprimento do comando da Lei(6).

3.8 No caso de que aqui se trata, a Ofertante apresentou como preço justo o baseado em laudo de avaliação, com valor substancialmente menor, para as ações preferenciais, do que aquele fixado pela adquirente e pelo vendedor do controle, quando do negócio de aquisição.

3.9 A decisão do Colegiado de que agora se pede reconsideração entendeu que o preço justo que deveria prevalecer para as ações preferenciais não deveria ser o do laudo de avaliação, mas sim o da negociação entre as partes independentes, comprador e vendedor do controle. Deveria prevalecer o contrato, como disse quanto ao tema anterior.

3.10 Realmente, a CVM decidiu inúmeras vezes que a negociação entre partes independentes deve ser aceita como indicadora de preço justo, e chegou até a autorizar a dispensa de apresentação de laudo de avaliação com base nessas negociações.(7)

3.11 No caso de OPAs para cancelamento de registro, me parece certo que a demonstração do preço de mercado das ações preferenciais deva

considerar o valor de negociações privadas sobre as quais o avaliador disponha de informação, além daquelas divulgadas e cujo preço seja obrigatoriamente tornado público, como a de aquisição de participação relevante por negócio privado de venda de controle (art. 10, par. único, III, da Instrução 358/02)(8).

3.12 E também que, nos casos em que o preço considerado justo pelo laudo seja inferior tanto àquele verificado na negociação privada, quanto ao que resultaria da ponderação desse valor pago pelas ações preferenciais do controlador, a razão dessa opinião do avaliador seja bem explicada e fundamentada no laudo.

3.13 Assim, em princípio, entendo que o risco de que se tenha buscado transferir uma parte do preço das ações ordinárias para as ações preferenciais, quando da alienação do controle, para evitar o aumento do preço do *tag along* legal — o que, no caso, não parece lógico, dada a mínima proporção de ações ordinárias em circulação — fica neutralizado pelo fato de que, em qualquer evento futuro da vida da companhia em que for preciso avaliar as ações preferenciais a preço de mercado, esse preço será influenciado pelo sobrepreço pago quando da aquisição do controle.

3.14 Ocorre que, hoje, o Anexo III da Instrução CVM 361/02, em seu item XII, (a), determina que o laudo de avaliação considere apenas as negociações ocorridas em "bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado".

3.15 Assim, me parece que não podemos determinar que, neste caso concreto, o laudo de avaliação seja alterado para incluir no cálculo da média ponderada do valor de mercado das ações preferenciais a negociação das ações preferenciais transferidas no negócio de venda do controle. Conseqüentemente, também não podemos exigir que o laudo de avaliação explique por que, neste caso, o preço que considerou justo é inferior tanto àquele verificado no negócio de alienação do controle, quanto ao que resultaria da ponderação do valor pago pelas ações preferenciais do controlador.

3.16 Fazê-lo neste caso concreto importaria em impor à Ofertante obrigação não prevista nas normas. Mas me parece urgente que a norma da CVM seja alterada para que, no futuro, os laudos de avaliação considerem, no valor de mercado das ações preferenciais e na definição sobre o preço justo, o preço pago por aquelas ações que sejam de titularidade do acionista controlador, e que sejam alienadas juntamente com as ações de controle.

3.17 Assim, pelas razões expostas, entendo que não podemos, neste caso especificamente, determinar a invalidade do laudo de preço justo apresentado porque não havia a obrigação, por norma anterior, de que desse laudo constasse, como preço a ser ponderado na cotação das ações preferenciais, o preço da negociação privada com o controlador. E, já que não podemos considerar que o laudo seja inválido, não devemos desconsiderar a declaração do preço justo feita com base nesse laudo, pois a Lei (art. 4º, § 4º, da Lei 6.404/76) diz que é esse preço de "avaliação" que deve ser considerado o justo.

3.18 Os precedentes da CVM deixam claro o entendimento de que cabe ao avaliador independente — e não à ofertante — definir qual é o preço justo que atende ao valor mínimo previsto no art.4º, §4º da Lei das S.A., o que não quer dizer que essa ofertante não possa oferecer preço superior ao indicado pela avaliação(9), nem que a CVM fique dispensada de analisar o laudo apresentado, quando no âmbito de OPA de cancelamento de registro de companhia(10).

3.19 Muito ao contrário, não faltam precedentes que mostrem questionamentos dirigidos ao avaliador sobre a escolha de um ou outro critério ou consideração ou não de certo aspecto na avaliação. Contudo, não há um precedente sequer em que o preço justo tenha sido definido unilateralmente pela CVM.

3.20 Tais precedentes indicam, naturalmente, que a interpretação que sempre se deu ao art. 4º, §4º da Lei das S.A. é justamente a de ele atribuir à CVM a análise da adequação da avaliação apresentada, mas não a definição de qual seria o preço justo. A atuação da CVM na forma refletida em todos os casos precedentes tem sua justificativa: não cabe a ela substituir o acionista destinatário da OPA na decisão quanto à aceitação ou não de certo preço.

3.21 Disso não decorre, de forma alguma, falta de proteção aos acionistas minoritários, pois a Lei e a Instrução 361/02 prevêm mecanismos que, em minha opinião, dão a tais acionistas condições para decidir de forma livre quanto à conveniência ou não da venda de suas ações ao preço ofertado.

3.22 Primeiro, a Lei define que deve ser oferecido preço justo pelas ações da companhia (obrigando o avaliador e, se for o caso, a própria ofertante a justificarem por que o critério escolhido é o que melhor atende a essa definição). Segundo, a Lei permite que acionistas que possuam ao menos 10% das ações em circulação solicitem a revisão do preço oferecido (o que, aliás, poderia ocorrer no caso da TRAF0). Terceiro, a Instrução 361/02 define que o cancelamento do registro de companhia aberta só será aprovado com a adesão de 2/3 dos acionistas que se habilitarem para o leilão ou se manifestarem expressamente sobre ele. Por fim, a mesma Instrução permite que, caso seja cancelado o registro, os acionistas que não aderiram à OPA possam, nos três meses seguintes, alienar suas ações ao preço da oferta.

3.23 Resumindo, penso que a CVM tem o poder de determinar, por norma expressa (especificamente, a Instrução 361/02), que a avaliação considere, na apuração do preço justo, e na análise comparativa entre os possíveis preços, o valor de uma negociação como a que envolve ações preferenciais de titularidade do controlador. Mas penso que não tem poder para definir, ela própria, o preço justo, porque a lei diz que esse preço é um preço de avaliação, sujeita, como já dito, à revisão solicitada por acionistas assegurada no art. 4º-A, da Lei da S.A.

3.24 Portanto, neste caso da alienação do controle da TRAF0 para a Weg, deve ser respeitado o preço estabelecido no contrato para as ações ordinárias, como base para a oferta obrigatória por alienação de controle, e aceite o preço justo estabelecido no laudo, sem qualquer consideração adicional, porque o avaliador não estava obrigado (embora em minha opinião devesse tê-lo feito) a considerar o preço da venda das ações preferenciais do controlador na ponderação do valor de mercado e na definição do preço justo.

3.25 Em casos futuros (após a modificação do Anexo III da Instrução 361/02), caso o avaliador, mesmo após a ponderação do valor da venda das ações preferenciais do controlador, considere que esse preço não é justo, mas sim outro inferior, deverá esclarecer as (ponderáveis) razões que o conduzem a tal conclusão.

3.26 É necessário, por fim, tratar do tema dos ajustes futuros. Como bem destaca o Diretor Marcos Pinto em seu voto proferido nesta data, não cabia, no caso, a extensão para os minoritários dos ajustes pactuados no contrato de alienação de controle da TRAF0, pelo simples fato de que tais ajustes não integravam o preço do negócio propriamente, mas sim correspondiam a uma indenização que os vendedores do controle concordaram em pagar à TRAF0.

3.27 Em outras palavras, como no caso foi pactuado o pagamento de contingências na sua integralidade à companhia (e não ao adquirente do controle), tal pagamento não constituiria propriamente um redutor do preço pago pela aquisição de controle da TRAF0, e, portanto, não caberia igualmente falar em ajuste do preço pago pela WEG nem muito menos na extensão desse ajuste aos minoritários.

4 - Conclusão

4.1 Pelo exposto, voto pela revisão da decisão de 18.09.07, para que seja aceita a proposta apresentada pela Ofertante de oferecer o preço único de R\$ 2,29, tendo em conta que tal preço é superior ao preço mínimo, tanto da OPA por alienação de controle (preço mínimo: R\$ 2,11) quanto da OPA para cancelamento de registro (preço mínimo: R\$ 1,95).

4.2 Noto, por fim, que a análise do pedido de reconsideração ficou prejudicada, na medida em que as dúvidas ali lançadas se referiam ao preço de R\$2,64 sujeito a ajustes futuros. Contudo, registro o entendimento de que tais dúvidas, utilizadas pela WEG para demonstrar a suposta inviabilidade da OPA, não se prestavam a tal finalidade, por já ter sido praticado preço variável em diversas outras OPAs registradas pela CVM.

Rio de Janeiro, 31 de outubro de 2007.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

Presidente

(1) "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."

(2) "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."

(3) "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."

(4) "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."

(5) Essa autorização decorre ainda do reconhecimento de que, além do preço que atenderia ao art. 4º, §4º da Lei das S.A., em se tratando de negócio jurídico privado de natureza patrimonial, pode ser oferecido preço alternativo aos acionistas. Sob este aspecto, nada impede, inclusive, que seja oferecido preço alternativo abaixo do preço mínimo da OPA de cancelamento, como já ocorreu no passado.

No caso, o Colegiado decidiu permitir a alternativa, pelo fato de o preço proposto de R\$ 2,29 ser superior ao preço mínimo, tanto da OPA por alienação de controle (preço mínimo: R\$ 2,11) quanto da OPA para cancelamento de registro (preço mínimo: R\$ 1,95) e por considerar que o acionista, devidamente esclarecido do entendimento do Colegiado acerca de qual seria o critério correto que atenderia ao art. 4º, §4º da Lei das S.A., podia perfeitamente preferir abrir mão do ajuste futuro que poderia lhe proporcionar o preço final de R\$ 2,64 e receber o preço de R\$ 2,29.

(6) "Art. 4o Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

(...)

§ 4o O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4o-A."

(7) Por exemplo: em OPAs por aumento de participação, caso em que o mesmo critério de preço justo também se aplica, o Colegiado, nos Processos RJ/2003/07909, RJ/2003/12825 e RJ 2005/0225, autorizou a utilização de negociações privadas como critério para definição do preço justo. A mesma autorização foi concedida no processo RJ 2005/7473, que se referia a OPA por aumento de participação unificada com OPA de cancelamento.

(8) Art. 10. O adquirente do controle acionário de companhia aberta deverá divulgar fato relevante e realizar as comunicações de que trata o art. 3º, na forma ali prevista.

Parágrafo único. A comunicação e a divulgação referidas no *caput* deverão contemplar, no mínimo, as seguintes informações:

(...)

III - preço, total e o atribuído por ação de cada espécie e classe, forma de pagamento e demais características e condições relevantes do negócio;"

(9) Nada impede que a OPA para cancelamento de registro tenha preço superior ao valor de avaliação da companhia. De fato, os precedentes de OPA para cancelamento de registro deixam claro que, no âmbito desse tipo de oferta, pondera-se qual seria o critério mais recomendável para definição do preço justo e, para isso, são realizadas diferentes avaliações e comparações. Dependendo da realidade da companhia cujo registro esteja sendo cancelado, poderá ser considerado que o melhor critério para definição do preço justo é algum dos critérios indicados no próprio §4º do art. 4º da Lei das S.A. ou mesmo o preço praticado em negociações privadas com ações da companhia.

Não é incomum, inclusive, a apresentação de pedido de registro de OPA por alienação de controle unificada com a de cancelamento de registro cujo preço a ser oferecido corresponde ao *tag along*.

Exemplos de casos em que foi utilizado fundamento diferente dos critérios de avaliação usuais como valor patrimonial, econômico, patrimônio líquido a preços de mercado, comparação por múltiplos ou outros citados no §4º do art. 4º da Lei das S.A.: no Processo 2006/0338 (Banco BEC), por exemplo, o avaliador indicou que entendia que o melhor critério para definição do preço justo seria a utilização de sumário demonstrativo de preço utilizado quando da aquisição de controle da companhia. No Processo 2005/7473, o Colegiado aceitou a utilização de negociações privadas realizadas pela companhia como critério para definição do preço justo.

[\(10\)](#) Considerando os casos analisados pelo Colegiado em 2007, nos Processos 2007/8887 (Inds. Michelleto) e 2005/3917 (Manasa), foi solicitado que o avaliador esclarecesse o critério escolhido e a razão para não ter realizado avaliação pelo critério do patrimônio líquido a mercado.

No Processo 2007/3623 (Copesul), por exemplo, a CVM solicitou esclarecimentos ao avaliador quanto à não consideração de sinergias em seu laudo, a indicação de fontes de alguns dados e outros esclarecimentos sobre premissas utilizadas pelo avaliador. No Processo 2007/1996 (Arcelor), a CVM solicitou esclarecimentos quanto a memórias de cálculo de participações minoritárias consideradas, de determinado valor considerado na rubrica "pensões" do demonstrativo de preço e ajustes relativos a dividendos e outros.