

Para: SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 230/2008

De: GER-1 Data: 6/10/2008

Assunto: Pedido de Unificação de Oferta Pública de Aquisição de Ações de emissão da Anglo Ferrous Brazil S.A. – Processo CVM nº RJ-2008-7781

Senhor Superintendente,

Requer a UBS Pactual Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Intermediária), por ordem de Anglo American Participações em Mineração Ltda. (Ofertante), o registro de oferta pública unificada de aquisição de ações, por alienação de controle, nos termos do art. 254-A da Lei 6404/76, e para cancelamento de registro de companhia aberta da Anglo Ferrous Brazil S.A. (Companhia) anteriormente denominada IronX Mineração S.A., CNPJ/MF nº 09.295.979/0001-47, nos termos do art.4º, § 4º da supracitada Lei.

Ainda, nos termos do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, requer a Ofertante OPA para saída da companhia do segmento do Novo Mercado.

Ademais, no âmbito da presente oferta recebemos a reclamação do Pátria Hedge – Fundo de Investimento Multimercado (Reclamante), detentor de 0,8% das ações ordinárias em circulação, solicitando que o preço da oferta seja em dólares norte-americanos, convertidos em reais na data da liquidação da OPA. Com relação a esse tema, encaminhamos nosso entendimento pela não-procedência de tal pleito, e recebemos recurso (Processo CVM RJ-2008-9482) que, tendo em vista a manutenção de nosso posicionamento, deve ser apreciado pelo Colegiado nos termos da Deliberação CVM nº 463/03.

Outrossim, no OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1647/2008 de exigências, solicitamos à Ofertante que retificasse a redação do item referente à atualização do preço (TR + 6%), de modo que o mesmo compensasse o custo de oportunidade compreendido entre a data de alienação e a de liquidação financeira do leilão, em linha com a decisão do Colegiado de 31/10/2007. Tendo em vista a manutenção da redação por parte da Ofertante é necessário que, também, esse tema seja apreciado pelo Colegiado. Ainda no referido Ofício, solicitamos fosse apresentada manifestação com relação à reclamação do investidor Pátria Hedge – Fundo de Investimento Multimercado.

#### I. Histórico do Processo

Em 5/8/2008, a Ofertante adquiriu, ao preço de R\$ 28,147 por ação, 193.462.160 ações ordinárias, representativas de 63,3% do capital social da Companhia. O montante pago nessa compra equivale a cerca de R\$ 5,4 bilhões.

Na OPA, a Ofertante pretende inicialmente oferecer por ação em circulação R\$ 28,147 equivalente a 100% do preço pago pelas ações do bloco de controle da Companhia, em consequência da aplicação do disposto no Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa.

Considerando o percentual de ações em circulação, caso a oferta seja aceita por todos os acionistas, a OPA totalizará um valor equivalente a aproximadamente R\$ 3,2 bilhões, sem considerar a atualização do preço.

Em 2/9/2008, Pátria Hedge – Fundo de Investimento Multimercado protocolou reclamação solicitando que fosse "assegurado aos acionistas minoritários de IronX o direito de alienarem suas ações pelo mesmo valor por ação contratado com o Sr. Eike (100%), isto é, o Preço da Oferta seja em dólares norte americanos, convertidos em reais na data da liquidação da OPA".

Em 22/9/2008, encaminhamos OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1647/2008 de exigências, que dentre outras solicitava que o índice de atualização do preço estivesse em linha com a decisão do Colegiado de 31/10/2007 e, também, que houvesse manifestação com relação à reclamação do investidor Pátria Hedge – Fundo de Investimento Multimercado.

Em 26/9/2008, enviamos nossa manifestação de entendimento para o Reclamante, no sentido de que o preço da OPA deve ser convertido na data do fechamento do negócio e, a partir de então, seja feita uma atualização que compense o custo de oportunidade para o investidor.

Em 26/9/2008, recebemos expediente da Ofertante mantendo o índice de atualização (TR + 6%) e apresentando suas alegações para tal.

Em 29/9/2008, recebemos expediente do Reclamante solicitando reforma de nosso entendimento de 26/9/2008.

#### II. Alegações

##### II. 1 Do Reclamante

O Reclamante alega que a Ofertante pretende impor um tratamento desigual aos acionistas minoritários uma vez que:

*(i) Por força do Art. 254-A da LSA e do disposto na Instrução CVM n.º 361/2002, cabe aos acionistas minoritários, pela própria finalidade da Lei das S.A., receber 80% do valor recebido pelo acionista controlador alienante. Trata-se de dívida de valor - em contraposição às dívidas pecuniárias - devendo o mesmo valor ser assegurado aos acionistas minoritários, tal como se os acionistas minoritários tivessem alienado suas ações juntamente com o Sr. Eike, com a única redução de 20% prevista em lei (neste caso, sequer esta redução seria aplicável por ser a companhia listada no Novo Mercado). Tanto é verdade que, em Parecer contratado pelo Requerente para decisão já acertadamente proferida por esta área técnica (caso da OPA que teve por objeto ações de emissão da Suzano Petroquímica S.A.), o Prof. Marcelo Fernandez Trindade e o advogado Pedro Testa deixaram clara a natureza jurídica da obrigação contida no Art. 254-A da Lei das S.A.(abaixo);*

*"Aliás, é relevante notar que nos acordos de acionistas o tag along é normalmente chamado de direito de venda conjunta, e a alienação normalmente se dá em conjunto, em um só momento, após a manifestação de interesse na venda pelos outros acionistas, que não os destinatários iniciais das propostas, visando exatamente a essa equalização das posições. Trata-se, assim, no caso, efetivamente de dívida de valor, dada não só a literalidade do art. 254-A da Lei das S.A., como a própria natureza e finalidade da obrigação imposta pela lei."*

- ii. o acionista controlador alienante utilizou o fator cambial como forma de atualização de seu preço, ou seja, ao invés de contratar um preço por ação atualizado pelo CDI, IPCA + 6% a.a., ou própria TR, e ciente da diferença de tempo até a liquidação da operação (aproximadamente 6 meses) – dado o processo de auditoria e ajustes contratuais – nada mais natural do que o acionista controlador alienante contratar uma taxa, um critério capaz de remunerar o que entendeu ser seu custo de oportunidade;*
- iii. o que foi contratado, portanto, foi a indexação do preço em reais à variação da moeda americana. Foram essas as bases contratuais do acionista controlador alienante (tal como mencionado no Voto Trafo) e é o que deve ser observado e aplicado para os acionistas destinatários da OPA;*
- iv. o que pretende o Ofertante é impor aos acionistas minoritários um índice diverso daquele contratado pelo acionista controlador,. Qualquer que seja ela - TR, CDI, IPCA - todos serão diferentes daquilo que foi contratado pelo controlador, impondo, portanto, custos de oportunidade diversos, não atendendo ao conceito de dívida de valor que contém o Art. 254-A. Não há tratamento equitativo se aquilo que foi contratado pelo*

acionista controlador não for estendido aos acionistas minoritários;

- v. Sujeitar os acionistas minoritários à variação de qualquer outro índice, critério ou riscos, seja TR + 30%, IPCA+ 20% ou pela variação da moeda japonesa, não atende ao disposto na última manifestação do Colegiado desta CVM sobre a matéria, que definitivamente orienta o posicionamento e as decisões dos investidores no mercado de capitais;
- vi. O que o Sr. Eike contratou, até porque não poderia ser diferente tendo em vista o curso forçado da moeda no Brasil previsto em lei, foi um preço por ação ajustado pela variação da moeda norte-americana. Isto é, COMO DIVULGADO NO FATO RELEVANTE PELO PRÓPRIO OFERTANTE, o valor equivalente em reais a um número determinado em dólares norte americanos. Qual é a diferença do presente caso e o a OPA que tinha por objeto as ações de emissão de Tele Norte Celular Participações S.A. (Procs. RJ2008/3095 e RJ2008/3105) No segundo, o critério de determinação do preço por ação objeto da compra e venda foi o CDI, e no segundo foi a variação da moeda norte americana. Qual é o fundamento legal para que a área técnica da CVM tenha exigido no segundo caso que o mesmo critério contratado pelo controlador fosse estendido aos acionistas minoritários e no primeiro caso não?;
- vii. A base legal para que a área técnica da CVM exigisse o pagamento do CDI integral nos casos de Suzano Petroquímica e Tele Norte Celular Participações S.A. foi justamente o fato de que naqueles casos – tal como o caso em análise – o acionista controlador alienante havia contratado um critério para a venda de suas ações, e, após o julgamento do caso Trafo pelo Colegiado da CVM, a área técnica acertadamente exigiu que o mesmo critério fosse estendido aos acionistas minoritários. Não se trata aqui de aplicar ou considerar argumentos econômicos, mas sim de cumprir o que determina a Lei n.º 6.404/76 em seu Art. 254-A;
- viii. Diante do exposto, não é difícil concluir que caso a CVM viesse a entender diferentemente do até aqui exposto ( o que somente se admite a título de argumentação) estaria, visivelmente, alterando o posicionamento que vinha adotando e pelo qual se pautou a Requerente e todos os demais investidores do mercado. Não se trata aqui de casos julgados anteriormente à decisão do Voto Trafo, até porque como se sabe, há dezenas de OPAs registradas na CVM que tiveram como fator de atualização a aplicação da Taxa TR sem quaisquer acréscimos mesmo tendo o acionista controlador contratado coisa diversa;
- ix. A decisão da área técnica de 26 de setembro de 2008 afirma que há precedentes nesta CVM em que foi dado tratamento diferenciado daquele reclamado pelo Requerente. É verdade, porém todos os casos citados são anteriores à última manifestação do Colegiado da CVM sobre a matéria, que tratou da questão de forma específica e veio por bem determinar que aquilo que foi contratado pelo acionista controlador alienante deva ser assegurado ao acionista minoritário. A decisão que constitui o precedente é exatamente a última decisão do Colegiado da CVM, qual seja, o caso Trafo, nos termos do acertado voto do Diretor Marcos Pinto;
- x. A alteração desse entendimento mediante a alteração do comando inserido no Voto Trafo, por óbvio, somente poderia vigorar para frente, a teor do que dispõe a regra do inciso XII do parágrafo único do Art. 2º da Lei n.º 9.784/99, que regula o processo administrativo da administração pública federal, segundo o qual deverá ser adotada a "interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação".

Em virtude do explanado acima, solicita o Reclamante a reconsideração do entendimento da área técnica de 26/9/2008, de modo que:

- a. Seja assegurado aos acionistas minoritários de IronX o direito de alienarem suas ações pelo mesmo valor por ação contratado com o Sr. Eike, isto é, o Preço da Oferta seja no montante equivalente em reais na data da liquidação da OPA a tantos dólares norte-americanos quantos façam jus os acionistas titulares de ações ordinárias; e finalmente,
- b. Caso a CVM decida mudar seu entendimento quanto à matéria, sejam observadas as disposições da Lei nº 9.784/99, preservando-se a tão importante segurança jurídica para as atividades de mercado de capitais.

## II. 2 Da Ofertante

### Manifestação Relativa à Reclamação

Cumprindo exigência constante do Ofício supracitado, a Ofertante encaminhou a seguinte manifestação com relação à reclamação do investidor Pátria Hedge – Fundo de Investimento Multimercado:

Em relação à reclamação do investidor Pátria Hedge - Fundo de Investimento Multimercado ("Reclamante"), o Ofertante e a Instituição Intermediária entendem que a mesma não procede, pelas razões expostas abaixo.

A Ofertante está dando pleno cumprimento à sua obrigação prevista no artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações, dado que irá assegurar aos demais acionistas da Companhia o mesmo preço pago ao seu antigo acionista controlador, qual seja, R\$28,147 por ação, o qual será corrigido até a data da liquidação financeira da Oferta.

O artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações dispõe que "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" (sem grifos no original).

Fala, portanto, a Lei Societária em preço e não em valor, contrariamente ao entendimento expresso pelo Reclamante. Ainda, assegurar-se aos acionistas minoritários o mesmo valor, como se tivessem alienado suas ações juntamente com o então controlador da Companhia, como requer o Reclamante, significa justamente atribuir-lhe o mesmo preço e as mesmas condições atribuídas às ações do então acionista controlador controle, o que certamente não ocorreria se os minoritários, entre eles o Reclamante, recebessem pagamento por suas ações em dólares convertidos até a data da liquidação financeira da Oferta, dado que o pagamento pelas ações de controle foi efetuado em Reais e não em dólares norte-americanos.

Conforme solicitado por esta D. Comissão, a Ofertante e a Instituição Intermediária manifestaram-se sobre os pontos levantados pelo Reclamante e, dessa forma, entendem que a reclamação apresentada pelo Pátria Hedge - Fundo de Investimento Multimercado não procede pois:

- i. o Ofertante irá pagar aos acionistas minoritários da Companhia o mesmo preço pago ao antigo acionista controlador, em pleno cumprimento do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações;
- ii. o Ofertante, em todas as comunicações feitas ao mercado em relação à Oferta, não informou que pagaria aos acionistas minoritários um preço em Dólares que seria convertido em Reais para determinação do Preço da Oferta;
- iii. nos casos de ofertas públicas para aquisição de ações nas quais houve um pagamento atrelado a uma moeda estrangeira, envolvendo, portanto, um risco de taxa de câmbio, tal pagamento foi uma opção dentre outras alternativas, de forma a assegurar ao acionista minoritário um pagamento em Reais, nos casos em que o acionista controlador não recebeu o pagamento em Reais, o que não foi o caso da transferência de

controle da Companhia;

- iv. esta D. Comissão registrou anteriormente ofertas públicas nas quais o preço foi fixado em Reais, não obstante o preço de aquisição das ações do acionista controlador ter sido atrelado a uma moeda estrangeira; e
- v. com base no exposto acima, não houve qualquer mudança de posicionamento desta D. CVM e, portanto, não há que se falar em retroatividade.

#### Resposta Referente à Exigência de Atualização de Preço

Com relação à exigência referente à modificação do parâmetro de atualização do preço, a Ofertante justifica que a aplicação do índice de reajuste TR + 6% representa um tratamento justo e equitativo para os acionistas aceitantes da Oferta em análise tendo em vista o abaixo exposto:

- i. Nos termos do Stock Purchase Agreement e seu aditivo ("SPA"), os antigos acionistas controladores da Companhia não receberam qualquer ajuste no preço de aquisição;
- ii. O reajuste do preço por ação pela TR+6% tem sido aceito com sucesso pelo mercado como custo de oportunidade em um número significativo de ofertas públicas de aquisição de ações ("OPAs").

*Desde novembro de 2007 até a presente data, foram realizadas ofertas obrigatórias nas quais os respectivos preços foram reajustados apenas pela TR, pela TR+6% ou, ainda, não foram reajustados de forma alguma. As OPAs abaixo foram recentemente realizadas e aceitas pelo mercado com o ajuste pela TR+6%:*

*Santista Textil S.A.;*

*Elektro Eletricidade e Servicos S.A.;*

*Geodex Communications S.A.; e*

*ArcelorMittal Inox Brazil S.A.*

*Recentemente foi realizada a OPA da Sul América Cia Nacional de Seguros, sem qualquer reajuste de preço e, ainda, no caso da Granóleo S.A., o reajuste foi feito apenas pela TR;*

- iii. O ajuste pela TR+6% dá ao acionista um retorno justo e fixo, representando prêmio significativo em relação ao desempenho negativo das ações da MMX e da LLX desde a Cisão. As ações da MMX Mineração e Metálicos S.A. e da LLX Logística S.A. caíram respectivamente 19% e 6% desde a cisão até 26/9/2008. Tendo em vista tais desempenhos, aos acionistas da Companhia devem considerar o reajuste pela TR + 6% como favorável, dado que tal reajuste representa um retorno anual de 8,75% neste período;
- iv. O reajuste pela TR + 6% dá ao acionista um retorno justo e garantido, representando prêmio significativo se comparado ao desempenho do IBOVESPA e de outros índices em 2008. Esse índice caiu 27% de 1º de janeiro até 26/9/2008 e 38% desde o pico do índice em maio de 2008;
- v. O preço da oferta reajustado pela TR + 6% representa um retorno significativo aos acionistas, pois essa correção significa um retorno de aproximadamente 135% sobre o preço das ações da MMX em sua oferta pública inicial de ações em 20/7/2008 (IPO) até a data estimada para realização do leilão da oferta (3/12/2008) e um retorno estimado de 47,5% da MMX.

### III. Nossas Considerações

#### III 1 Da Unificação das OPA

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, acompanhando o entendimento desta área técnica. O presente processo contém, também, a modalidade de OPA para saída do Novo Mercado.

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

- i. 11/11/2004 – Seara Alimentos S.A.;
- ii. 21/3/2006 – Banco BEC S.A.;
- iii. 17/4/2007 – Arcelor Brasil S.A.;
- iv. 31/10/2007 – Trafo Equipamentos Elétricos S.A.; e
- v. 10/9/2008 – Petroflex Indústria e Comércio S.A.

Cabe ressaltar que, para possibilitar a unificação de modalidades de ofertas, conforme descrito na Instrução CVM nº 361/02, deve-se observar a compatibilidade de procedimentos e a ausência de prejuízos para os destinatários.

No que se refere à compatibilidade de procedimentos das diferentes modalidades de ofertas, não há óbices à autorização da unificação.

Já no que tange à ausência de prejuízos, seguindo as orientações da Decisão do Colegiado deliberada em 31/10/2007, abordaremos, na seqüência, o assunto referente à taxa de atualização do preço a ser pago no leilão da presente OPA.

#### III 2 Da Reclamação

Inicialmente, cabe ressaltar que reiteramos nosso entendimento de que se deve partir do montante em reais, na data do fechamento do negócio, impondo uma atualização do preço, de modo a suprir o custo de oportunidade para o investidor minoritário, atendendo plenamente ao disposto no art. 254-A da Lei nº 6404/76.

Com relação às afirmações, citadas entre os itens ( ii ) a ( v ) das alegações do Reclamante, de que " o acionista controlador alienante utilizou o fator cambial como forma de atualização de seu preço" é oportuno transcrevermos parte dos documentos que compõem a operação em tela.

- (i) Fato Relevante de 17/1/2008, comunica ao mercado que a MMX Mineração e Metálicos S.A. e a Anglo American iniciaram negociações exclusivas relativas à aquisição, pela Anglo American, das ações de propriedade do Sr. Eike Batista de emissão de uma nova sociedade a ser constituída (Newco) no âmbito de uma cisão de determinados ativos e passivos da MMX.

*"Concluída a Operação de Compra, a Anglo American pagará um valor aproximado de US\$ 361,12 por ação de emissão da Newco (assumindo 1 ação da Newco para cada ação da MMX em circulação) ou um total de US\$ 5,5 bilhões por 100% das ações da Newco."*

(ii) Fato Relevante de 31/3/2008, comunica ao mercado que o Sr. Eike Batista, acionista controlador da MMX Mineração e Metálicos S.A. e a Anglo American Participações em Mineração Ltda, celebraram, naquela data, Contrato de Compra e Venda de Ações por meio do qual a Anglo American Brasil concordou em adquirir, e o Sr. Eike Batista e certos administradores da MMX concordaram em vender, ações ordinárias representativas de aproximadamente 63,47% do capital social da IronX Mineração S.A.

*"O preço total da aquisição será o valor equivalente em reais a US\$ 5.518.547.123,63 pela totalidade das ações de emissão da IronX, incluídas aquelas emitidas nos termos do programa de opção de compra de ações da MMX e as dos demais acionistas vendedores nos termos do Contrato. O referido preço de aquisição é equivalente a: (i) o montante equivalente em reais a US\$ 361,12 por ação, com base na quantidade atual de ações da MMX e levando em consideração o exercício das opções concedidas pela Companhia; ou (ii) o montante equivalente em reais a US\$ 18,056 por ação, se aprovado o desdobramento de ações da MMX na assembleia geral extraordinária convocada para 7 de abril de 2008, e assumindo a proporção de 1 ação da IronX para cada ação da MMX em circulação na data da reorganização, bem como a emissão de 1.027.200 novas ações ordinárias da IronX, após a reorganização. O referido preço de aquisição deverá ser pago à vista, em moeda corrente nacional, na data do fechamento da operação."*

(iii) Fato Relevante de 5/8/2008, comunica ao mercado que, naquela data, a Anglo American adquiriu a totalidade das ações de emissão da IronX detidas diretamente pelo sr. Eike Batista e por outros acionistas vendedores relacionados a ele.

*"Como resultado da Aquisição, a Anglo American adquiriu do sr. Eike Batista e de outros acionistas vendedores, mediante pagamento em dinheiro, 193.462.160 ações ordinárias representativas de 63,3% do capital social da IronX, por valor equivalente a cerca de R\$ 5,4 bilhões, representando um preço por ação da IronX de R\$ 28,147."*

Resta claro, da leitura dos documentos supracitados, que não houve a utilização da indexação de moedas (US\$ x R\$) com intuito de atualização de valores.

A título de ilustração, cabe a análise da variação do dólar americano em relação ao real, no período compreendido entre o primeiro fato relevante e a data de fechamento efetivo da aquisição.

17/01/2008 1US\$ = R\$ 1,7687 31/3/2008 1US\$ = R\$ 1,7491 5/8/2008 1US\$ = R\$ 1,5732

Nota-se que houve destruição ou perda de valor de aproximadamente 11,06% da moeda norte americana em relação ao Real no período analisado. Ressaltamos que nosso entendimento, manifestado em 26/9/2008 ao reclamante, não foi pautado por esse fato, porém, é pertinente citá-lo, já que o Reclamante insiste no tema "Atualização pelo dólar".

Com relação aos processos da Tele Norte Celular Participações S.A. e Amazônia Celular S.A, de OPA por alienação de controle, que previam a atualização do preço de aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários pela variação do CDI, isto é, com condições idênticas aquelas ofertadas aos acionistas integrantes do bloco de controle, tal atualização refletia a condição proporcionada aos controladores e já constava da documentação encaminhada a esta CVM.

Com relação ao Processo RJ-2008-53, OPA por alienação de controle da Suzano Petroquímica S.A, realmente a área técnica efetuou exigência no sentido de que o parâmetro utilizado para atualização do preço, a ser pago aos minoritários, refletisse o determinado na Lei 6404/76, na Instrução CVM nº 361/02 e nas Decisões do Colegiado desta Comissão, para melhor entendimento, abaixo explanamos a mecânica desse processo:

- a. fator de atualização aplicado ao valor pago aos acionistas do bloco de controle: 33% do CDI, proporcionalmente, uma vez que parte do período compreendido entre a assinatura do contrato e o efetivo fechamento não teve atualização e outra parte teve atualização de 100% do CDI;
- b. fator de atualização inicialmente proposto pela Ofertante para os acionistas minoritários: variação da taxa referencial (TR);
- c. fator de atualização proposto após o primeiro Ofício de exigências: 33% do CDI;
- d. fator de atualização aplicado à OPA após o Ofício de reiteração de exigências: 100% da variação do CDI.

É, também, oportuno citar a OPA por alienação de controle da Eleva Alimentos S.A. (Processo RJ-2007-13724), pois, inicialmente a Ofertante previa a aplicação da mesma taxa de atualização aos valores devidos aos integrantes do bloco de controle e aos minoritários, isto é, 60% da variação do CDI. Acontece que o período compreendido entre o fechamento do negócio e o recebimento, no caso do bloco de controle, foi de 21/12/2007 a 2/1/2008. Não estaria em linha com a decisão do Colegiado replicar essa taxa aos minoritários, então, a área técnica efetuou exigência, que foi acatada pela Ofertante, no sentido de que no intervalo supracitado fosse aplicado esse fator de atualização e no subsequente até a data da liquidação fosse utilizada a taxa de 100% do CDI.

Com relação à alegação de que nos casos citados no entendimento da área técnica de 26/9/2008, foram elencados precedentes anteriores à decisão do Colegiado, deliberada no âmbito da OPA da Trafo Equipamentos Elétricos S.A em 31/10/2007, é preciso ressaltar que o voto no caso Trafo inovou apenas quanto à necessidade de *"incidência de juros a uma taxa que remunere adequadamente o acionista pelo seu custo de oportunidade. Esta taxa deve ser avaliada caso a caso, pela área técnica da CVM"*. Quanto à questão acerca da forma de pagamento, a mesma já se encontrava pacificada nesta Comissão, como se identifica nos precedentes abaixo citados.

Abordando o tema sobre a OPA Ambev (Processo CVM RJ-2004-5601), que foi aludido inicialmente pelo Reclamante, elucidamos a diferença entre esse processo e o da OPA ora em análise.

No caso da OPA Ambev houve alienação indireta do seu controle pela antiga controladora indireta BRC SàRL à InBEV e as opções de pagamento previam:

- a. pagamento em ações ordinárias da Inbev; ou
- b. pagamento em dinheiro, em Reais.

Tendo inclusive ficado patente, da leitura do processo, que o atendimento ao disposto no art. 254-A da Lei 6404/76 dava-se no pagamento em ações, isto é, a permuta de 13,827166 ações ordinárias da InBev por cada lote de 1000 ações ordinárias da AmBev, sendo o pagamento em dinheiro uma opção facultada ao minoritário da AmBev, em linha com a decisão do Colegiado abaixo explanada.

O Colegiado pronunciou-se no sentido de que a oferta pública deveria ocorrer de acordo com as decisões já adotadas anteriormente em casos similares, isto é, com oferta nas mesmas condições previstas para o pagamento do controlador, apenas com redução de 80%, e sempre facultado ao ofertante

apresentar, em conjunto com tal oferta, oferta alternativa em dinheiro, se assim entender necessário.

Cabe, ainda, citar de modo sucinto alguns casos similares:

Companhia Paraibuna de Metais – Processo CVM nº RJ-2002-3304

Adquirente: S.A. Indústrias Votorantim;

Alienante: Parapanema S/A;

Preço da OPA (versão final do Edital): em decorrência da Decisão do Colegiado, 80% do preço pago ao antigo controlador, convertido para moeda nacional nas datas dos pagamentos do negócio, à vista, reajustado pela TR + 6% aa;

Rexam Beverage Can South America S.A. – Processo CVM nº RJ-2003-12989

Adquirentes: Rexam PLC e Rexam do Brasil Ltda.;

Alienantes: Reynolds International do Brasil Participações Ltda., Reynolds International Inc., Banco Bradesco S.A. e J.P. Morgan Capital, L.P.;

Preço da OPA (versão final do Edital): (i) pagamento inicial corresponde a 80% do preço pago ao antigo controlador, à vista, convertido em moeda nacional com base na cotação do dólar americano, na data do fechamento da transferência do controle, reajustado pelo IGP-M + 2% aa; e (ii) ajustes posteriores, positivos ou negativos, em decorrência de qualquer indenização que venha a ser paga pelos antigos controladores ao Ofertante ou vice-versa.

Embratel Participações S.A. – Processo CVM nº RJ-2004-5324

Adquirente: Telefones do México, S.A. de C.V., por meio das subsidiárias Latam do Brasil LLC e Latam Telecomunicaciones LLC;

Alienantes: MCI International, Inc., MCI WorldCom International, Inc. e MCI WorldCom Brazil LLC;

Preço da OPA (versão final do Edital): considerou-se o valor dos pagamentos efetuados pelo adquirente em dólares americanos e as respectivas datas em que tais pagamentos ocorreram e converteu-se o valor de cada um dos pagamentos, para Reais, na data de sua efetivação, de acordo com a cotação nas respectivas datas.

Com relação à afirmação de que a " *alteração do comando inserido no voto Trafo, por óbvio, somente poderia vigorar para frente, a teor do que dispõe a regra do inciso XII do parágrafo único do Art. 2º da Lei 9784/99*" reiteramos que nosso entendimento de 26/9/2008 foi pautada pelo estrito cumprimento ao deliberado no voto Trafo supracitado, que não inovou quanto à observância da mesma forma de pagamento dada ao antigo controlador.

III 3 Da Ofertante – Exigência de Atualização de Preço

Inicialmente, cabe ressaltar que, com relação à afirmação de que " *Nos termos do Stock Purchase Agreement e seu aditivo ("SPA"), os antigos acionistas controladores da Companhia não receberão qualquer ajuste no preço de aquisição*", a área técnica, ao exigir que o parâmetro utilizado para atualização seja suficiente para compensar o custo de oportunidade entre a data de alienação e a de liquidação financeira do leilão, ateu-se a cumprir o deliberado na reunião do Colegiado de 31/10/2007.

Com relação à afirmação de que " *desde novembro de 2007 até a presente data, foram realizadas ofertas obrigatórias nas quais os respectivos preços foram reajustados apenas pela TR, pela TR+6% ou, ainda, não foram reajustadas de forma alguma*" e as OPA citadas, temos a esclarecer a modalidade e demais detalhes das mesmas:

- a. Santista Têxtil S.A. – Processo RJ-2007-8519 – OPA por aumento de participação e para cancelamento de registro. Data do protocolo da documentação 5/7/2007, data da concessão do registro 15/10/2007;
- b. Elektro Eletricidade e Serviços S.A. – Processo RJ-2007-4500 – OPA por alienação de controle. Data do protocolo da documentação 17/5/2007, data da concessão do registro 29/10/2007;
- c. Geodex Communications S.A. – Processo RJ-2007-14928 – OPA para cancelamento de registro. Data do protocolo da documentação 21/12/2007, data da concessão do registro 28/2/2008;
- d. ArcelorMittal Inox Brazil S.A. – Processo RJ-2007-14945 – OPA para cancelamento de registro. Data do protocolo da documentação 21/12/2007, data da concessão do registro 3/3/2008;
- e. Sul América Cia Nacional de Seguros – Processo RJ-2008-634 – OPA para cancelamento de registro. Data do protocolo da documentação 18/1/2008, data da concessão do registro 25/3/2008;
- f. Granóleo S.A. – Processo RJ-2007-12121 – OPA por aumento de participação e para cancelamento de registro. Data do protocolo da documentação 9/10/2007, data da concessão do registro 25/3/2008.

Pela análise dos processos supracitados, verificamos que a única OPA por alienação de controle e, portanto, inserida no disposto no art. 254-A da Lei 6404/76, é aquela referente à Elektro Eletricidade e Serviços S.A., sendo que, porém, seu registro foi concedido em data anterior à decisão deliberada pelo Colegiado na reunião de 31/10/2007, portanto, a alegação do Ofertante de que foram registradas OPA após essa deliberação com atualização pela TR não procede.

Com relação às afirmações de que o ajuste pela TR+6% dá ao acionista um retorno justo e fixo, representando prêmio significativo em relação ao desempenho das ações da MMX Mineração e Metais S.A, da LLX Logística S.A. e do desempenho do IBOVESPA, devemos novamente recordar o voto do diretor Marcos Barbosa Pinto, no âmbito da OPA unificada de Trafo Equipamentos Elétricos S.A, que em sua conclusão afirma: " *Quando o contrato prevê uma taxa de juros para os pagamentos a prazo devidos ao controlador, deve-se exigir que essa taxa seja aplicada também aos minoritários. No silêncio do contrato, deve ser aplicada uma taxa que reflita o custo de oportunidade do investidor*".

Ora, o contrato que rege a presente OPA é silente nesse quesito, portanto, deve ser aplicada uma taxa que reflita o custo de oportunidade do minoritário. Levando-se em consideração que custo de oportunidade representa aquele associado aos benefícios que poderiam ter sido recebidos caso um curso alternativo de ação tivesse sido escolhido, isto é, se o minoritário pudesse, no momento do pagamento aos detentores do bloco de controle, escolher em que aplicar o montante que lhe caberia, limitá-lo à aplicação em ações da própria MMX, da LLX ou em índice como o IBOVESPA é dissonante com o deliberado no voto supracitado.

Certamente, a remuneração da poupança não parece ser suficiente para compensar o custo de oportunidade de um investidor em ações. Portanto, também, não encontramos respaldo nessas alegações.

Por oportuno, ressaltamos que em processos anteriores a área técnica tem considerado como taxa que reflete o custo de oportunidade o CDI, a Taxa Selic e a variação do IPCA+6,7%, sendo predominante a taxa DI.

Finalmente, na determinação de um balizador para esta área técnica, cabe citar a decisão recente da Corte Especial do Superior Tribunal de Justiça, fixando a taxa Selic como taxa de juros aplicável em caso de descumprimento de obrigação civil, nos termos abaixo:

**JUROS MORATÓRIOS. ART. 406 DO CC/2002. TAXA LEGAL. SELIC.**

A Corte Especial entendeu que os juros de mora decorrentes de descumprimento de obrigação civil são calculados conforme a taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), por ser ela que incide como juros moratórios dos tributos federais (art. 406 do CC/2002, arts. 13 da Lei n. 9.065/1995, 84 da Lei n. 8.981/1995, 39, § 4º, da Lei n. 9.250/1995, 61, § 3º, da Lei n. 9.430/1996 e 30 da Lei n. 10.522/2002. Assim, a Corte Especial conheceu da divergência e deu provimento aos embargos de divergência. [EREsp 727.842-SP](#), Rel. Min. Teori Albino Zavascki, **julgados em 8/9/2008**.

IV. Conclusão

Isto posto, mantemos nosso entendimento relativo à reclamação do investidor Pátria Hedge – Fundo de Investimento Mutimercado, assim como a exigência concernente à necessidade de modificação do parâmetro de atualização do preço da OPA.

No que concerne à unificação das ofertas, desde que sanada a questão relativa ao parâmetro adotado de incidência de juros que compense o custo de oportunidade para o investidor, nada temos a opor à unificação pleiteada.

Assim sendo, propomos o envio do presente Processo à Superintendência Geral, de modo que o Colegiado aprecie o pedido de unificação das OPA, bem como as questões supracitadas, nos termos da regulamentação pertinente, tendo como relatora esta SRE/GER-1.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

Flavia Mouta Fernandes

Gerente de Registros 1

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

(Original assinado por)

Felipe Claret da Mota

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários