

PARA: SRE  
DE: GER-1

MEMO/SRE/GER-1/Nº 143/2009

DATA: 10/07/2009

Assunto: Pedido de registro de Oferta Pública de Aquisição de Ações de emissão de Refinaria de Petróleos de Manguinhos S.A., com adoção de procedimento diferenciado

Processo CVM Nº RJ-2009-587

Senhor Superintendente,

Requer a Grandiflorum Participações S.A. (Ofertante), juntamente com a sua controladora Ampar Fomento Mercantil Ltda, o registro de oferta pública de aquisição de ações ordinárias (OPA) por alienação de controle da Refinaria de Petróleos de Manguinhos S.A. (Companhia), sociedade inscrita no CNPJ/MF sob o nº 33.412.081/0001-96, com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/76 e do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02.

Especificamente, a Ofertante solicita a dispensa de elaboração de laudo de avaliação da Companhia, conforme dispõe o art. 8º da Instrução CVM 361, e de contratação de instituição intermediária da OPA, nos termos do art. 7º do referido normativo.

O capital social da Companhia é dividido em 94.407.131 ações ordinárias e 17.887.389 ações preferenciais, de acordo com o último IAN disponível.

#### I- Alienação do Controle

Pelo fato relevante datado de 16/12/2009, a Ofertante celebrou, naquela data, contrato de compra e venda de ações com Repsol YPF Brasil S.A. e Lorena Participações S.A. (antigos controladores), por meio do qual adquiriu a totalidade de suas participações na Companhia.

Tais participações eram representadas por 33.403.047 ações ordinárias e 1.553.247 ações preferenciais de emissão da Companhia, igualmente detidas por cada antigo controlador.

Dessa forma, a Ofertante assumiu o controle acionário da Companhia com 70,76% do capital votante.

O preço global da operação foi de R\$ 2.000.000,00, sendo R\$ 1.000.000,00 para cada antigo controlador, de modo que o preço pago por ação de emissão da Companhia, ordinária ou preferencial indistintamente, correspondeu a R\$ 0,028607.

Em atendimento a exigência constante do Ofício 166/2009, abaixo especificado, a Ofertante argumentou que *"não foi elaborado estudo base para o cálculo do preço das ações de controle da Companhia."*

Acrescentou, ainda: *"considerando que a Companhia está com dificuldades financeiras, inclusive com um plano de recuperação extrajudicial em análise, o valor da operação foi negociado entre os vendedores e os atuais controladores com base na análise da situação econômico-financeira, considerando-se, em especial, as dívidas da Companhia e a possibilidade de reorganização e re-erguimento da Companhia."*

#### II- Características da OPA

A oferta é destinada a 960 acionistas, aproximadamente, e visa à aquisição de 27.540.899 ações ordinárias de emissão da Companhia, representativas de 29,17% de seu capital votante e de 24,53% de seu capital social, pelo preço de R\$ 0,023 por ação objeto, devidamente corrigido pela taxa média diária do CDI, calculada *pro rata temporis* desde a data da aquisição do controle da Companhia até a data da liquidação financeira da oferta.

Dessa forma, o valor da OPA totalizará R\$ 633.440,68, caso todas as ações objeto sejam alienadas, sem considerar o ajuste previsto.

Ressaltamos, ainda, que o maior acionista minoritário, o Sr. Antônio Dias dos Santos, detém 16,52% do capital votante da Companhia (aproximadamente 56,63% das ações objeto da OPA), nos termos do último IAN disponível.

#### III- Histórico da Operação

Em 16/1/2009, a Ofertante protocolou na CVM o pedido de registro da OPA em tela, nos termos da Instrução CVM nº 361/02.

Em 16/2/2009, enviamos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 166/2009, com exigências a serem cumpridas no âmbito da OPA.

Em 3/3/2009, a Ofertante protocolou expediente na CVM, em atendimento às exigências constantes do Ofício 166/2009.

Em 7/5/2009, enviamos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 466/2009, com reiteração das exigências não atendidas anteriormente.

Em 18/5 e 20/6/2009, a Ofertante protocolou expedientes na CVM, em atendimento às exigências constantes do Ofício 466/2009.

Até a presente data, não existe reclamação protocolada nesta CVM, referente à operação em tela.

#### IV- Transcrição das Alegações da Ofertante

"(...)

O parágrafo 1º, inciso I, do art. 34 da Instrução nº 361/02 prevê: " §1º são exemplos das situações excepcionais referidas no caput aquelas decorrentes: IV - de tratar-se de operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo, ou com atividades paralisadas ou interrompidas;"

(...) a Companhia encontra-se com suas atividades de refino paralisadas, estando inclusive em processo de recuperação extrajudicial, (...) [com] o compromisso de somar esforços e buscar soluções para o equacionamento e fortalecimento da situação financeira da Companhia (...).

[Nesse sentido], (...) os custos para a presente OPA demonstram ser demasiadamente altos, (...) desproporcional à operação em si e ao benefício aos acionistas minoritários (...), [trazendo] prejuízo irrazoável ao Ofertante e, conseqüentemente, à própria Companhia, seus credores, funcionários etc, que de certa forma dependem da capacidade, financeira inclusive, do novo controlador. (...)

Sendo certo que à presente OPA se aplica o disposto no art. 34, apresentamos doravante as nossas considerações específicas a respeito da dispensa dos requisitos previstos pela Instrução CVM nº 361 para registro de OPA.

(...).

#### [Da Dispensa de Laudo de Avaliação]

A dispensa de elaboração de laudo de avaliação em OPA realizada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, a despeito da obrigatoriedade prevista no art. 8º da Instrução nº 361/02, tem sido admitida por esta CVM quando a finalidade a que se presta o laudo – chegar-se ao preço justo a ser pago pelas ações da companhia e, conseqüentemente, indicar parâmetros para que os acionistas possam avaliar se o preço ofertado é justo ou não – possa ser atingida de outra maneira. É o que se verifica do voto da Relatora Diretora Norma Jonssen Parente no Processo CVM RJ2005/0225 (OPA de Companhia Siderúrgica de Tubarão):

*"Em hipóteses já analisadas por este Colegiado (1), prevaleceu o entendimento de que pode ser aceito como preço justo para tais ações o valor pelo qual elas tenham sido negociadas, desde que esta negociação tenha satisfeito determinadas condições, principalmente no que tange à época da alienação acionária e à independência das partes."*

Frise-se que, no caso, não há que se falar em "preço justo", tendo em vista se tratar de OPA em razão de alienação de controle, em que o valor ofertado corresponde, por lei, a 80% do preço pago aos controladores. Esse preço, por sua vez, foi resultado de negociação entre partes absolutamente independentes, não tendo sido determinado unilateralmente pelo acionista controlador ou pela companhia (...).

Deve-se ressaltar, ainda, que embora o laudo de avaliação seja instrumento importante para a tomada de decisão dos acionistas em certos casos, o seu custo de elaboração deve ser levado em consideração e sua obrigatoriedade não pode ser injustificada, ou seja, não se pode encarar o laudo apenas como uma formalidade natural a toda e qualquer OPA, pois sua elaboração envolve custo elevado.

Vale aqui citar o precedente desta Comissão relativo à dispensa de laudo de avaliação que teve como Relator o Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos (Processo CVM nº 2002/5160), e que corrobora com a argumentação da Requerente:

*"Mesmo entendendo ser importante a exigência de laudo de avaliação independente, com vistas a assegurar que o público alvo da OPA tenha meios suficientes para tomar uma decisão consciente e criteriosa de venda ou permanência, no presente caso, parece-me que os custos para a apresentação de tal laudo seriam desproporcionais aos custos de realização da OPA e ao eventual benefício resultante da existência do laudo".*

Em conseqüência do acima exposto, entendemos ser dispensável a apresentação do Laudo de Avaliação, uma vez que a imposição da necessidade de sua confecção elevaria demasiadamente o custo da OPA, pesando em proporção significativamente desfavorável para a Ofertante quando comparado a qualquer benefício que o referido Laudo pudesse oferecer aos acionistas minoritários.

Cabe ressaltar que o preço proposto de R\$ 0,028607 é significativamente inferior à última cotação das ações da Companhia na Bovespa (R\$ 0,60 em 11/11/2008, antes da suspensão da negociação das ações da Refinaria Manguinhos em decorrência da análise pelo Poder Judiciário do plano de recuperação extrajudicial), apesar das ações objeto da OPA não terem sido muito negociadas antes da suspensão, em decorrência da situação financeira instável da Companhia.

Assim, tendo em vista que o laudo de avaliação tem por objetivo dar subsídios aos acionistas para que estes possam questionar o preço a ser pago na Oferta, de maneira a assegurar a equidade aos acionistas, através da extensão do valor total ou parcial do valor do prêmio de controle, pode-se dizer que na Oferta ora proposta, não há prêmio de controle a ser estendido, uma vez que ao controlador foi pago um valor inferior ao preço de ação negociada no mercado, em decorrência da delicada e frágil situação financeira em que se encontra a Refinaria Manguinhos e seu pedido de recuperação extrajudicial.

Tal como proposta, uma vez que não existe prêmio de controle, a Oferta não trará prejuízo algum ao fundamento principal da OPA de assegurar os direitos dos acionistas minoritários. Por ocasião do julgamento do Processo CVM RJ/2005/688, o Presidente Marcelo Trindade definiu com clareza o fundamento principal da OPA:

*"Isso porque, o objetivo do disposto no art. 254-A, regulamentado pela Instrução CVM nº 361/02, é garantir parte do prêmio de controle aos demais acionistas que possuam as mesmas ações que o acionista controlador (...)"*

#### [Da Dispensa de Instituição Intermediária]

Do art. 7º da Instrução CVM nº 361/02 e das recentes decisões do Colegiado em matéria de dispensa de contratação de instituição intermediária conclui-se seguramente que a sua principal função dentro do procedimento de OPA é a de garantir a liquidação financeira da OPA, conforme prevista no §4º do art. 7º.

Nesse sentido, desde que a oferta se enquadre nas hipóteses que ensejam a possibilidade de adoção de procedimento diferenciado, a CVM tem se manifestado favoravelmente à dispensa da instituição intermediária, sujeita a uma única condição: seja assegurada a liquidação financeira da oferta, através da celebração de carta fiança com instituição financeira ou alguma outra forma de garantia admitida pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários desta d. Autarquia. Foi assim, pode-se citar, nos Processos CVM RJ2003/6134 e RJ2003/2928:

*"a) em relação à contratação de instituição financeira intermediária, entendendo que a dispensa pode ser aceita desde que a ofertante ofereça um seguro-garantia ou, na impossibilidade deste, qualquer outra garantia que a SRE considere adequada ao presente caso;"*

*"Não vislumbramos óbices referentes à dispensa de contratação de instituição intermediária, desde que observada a necessidade de garantia da liquidação financeira da OPA e do pagamento do preço de compra de que trata o §2º do art. 10 da Instrução, nos termos de seu artigo 7º, §4º. Visando a atender o referido dispositivo da Instrução, a Ofertante apresentou Instrumento Particular de Compromisso de Prestação de Fiança firmado com o Banco Rural S.A., o qual qualifica como instituição financeira de primeira linha."*

Dessa forma, considerando o alto custo para a contratação de uma instituição intermediária, propõe a [Ofertante] que a liquidação financeira da presente OPA seja garantida de outra forma menos custosa que a CVM venha a entender viável."

#### V- Nossas Considerações

Preliminarmente, destacamos que o preço ofertado pelas ações objeto da presente OPA atende ao que preceitua o art. 254-A da Lei 6.404/76, quanto a assegurar aos acionistas minoritários "o preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle" .

Ademais, observamos que a presente oferta se enquadra no seguinte exemplo de situação excepcional que justifique OPA com procedimento diferenciado, nos termos do inciso IV do § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361: "tratar-se de operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo, ou com atividades paralisadas ou interrompidas".

Quanto à dispensa de elaboração do laudo de avaliação da Companhia, ressaltamos que o referido documento é exigido, nos termos do art. 8º da Instrução CVM 361, e tem por objetivo dar subsidiar os acionistas minoritários, quanto à sua adesão à OPA.

Por outro lado, a CVM já se manifestou no sentido de que, "nas ofertas públicas do art. 254-A [da Lei 6.404/76], o laudo de avaliação tem, em princípio,

uma função meramente informativa. Nestas ofertas, o preço de compra é determinado por lei, a saber, 80% do valor pago aos controladores. A função do laudo, nesse contexto, é apenas fornecer elementos adicionais para que os acionistas possam decidir se vendem ou não sua participação" (Processo CVM nº RJ-2007-11573).

Nesse sentido, o Colegiado já deliberou favoravelmente à dispensa de elaboração de laudo de avaliação em casos de OPA por alienação de controle, em que não há obrigatoriedade legal de se formular a oferta com base em critério mais adequado à determinação de "preço justo", nos termos do § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76, como nos precedentes abaixo:

- i. Decisão do Colegiado de 30/6/2009, referente à OPA por alienação de controle do Banco Nossa Caixa S.A. – Processo CVM nº 2009-610, cuja ata ainda não se encontra disponível no site da CVM. O Colegiado acompanhou a manifestação desta área técnica, conforme constante do MEMO/SRE/GER-1/Nº 127/2009, nos seguintes termos:

*"(...) apesar de a presente OPA não se enquadrar nos exemplos previstos no art. 34 da Instrução CVM 361, e do seu valor total ser compatível com os custos de elaboração do laudo de avaliação da Companhia, somos favoráveis ao pleito de dispensa nos termos requeridos, desde que o documento de avaliação elaborado pela PricewaterhouseCoopers seja disponibilizado nos sites do Ofertante, da Companhia, da BM&FBovespa e da CVM, e que o edital da OPA seja alterado, a fim de inserir os endereços de tais sites para consulta por parte dos acionistas minoritários."*

- ii. Decisão do Colegiado de 24/3/2009, referente à OPA por alienação de controle de Recrusul S.A. – Processo CVM nº RJ-2008-6891:

*"Trata-se de requerimento da Finabank CTVM Ltda. de adoção de procedimento diferenciado no âmbito da oferta pública de aquisição de ações por alienação do controle de Recrusul S.A., nos termos do art. 34, §1º, IV, da Instrução 361/02, consistente na dispensa de elaboração de laudo de avaliação da Companhia exigido pelo art. 8º da mesma Instrução."*

*O Colegiado, com base nos argumentos da área técnica, e, ainda, tendo em vista os precedentes já autorizados pelo Colegiado, deliberou conceder a dispensa pleiteada, nos termos do Memo/SRE/GER-1/068/09."*

- iii. Decisão do Colegiado de 4/9/2007, referente à OPA por alienação de controle (indireta) da Elektro Eletricidade e Serviço S.A. – Processo CVM nº RJ-2007-4500:

*"Quanto à dispensa de elaboração do laudo de avaliação da Companhia, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE entende que, embora, no presente caso, o valor total da OPA seja compatível com os custos de realização do laudo de avaliação, a análise elaborada pela J.P. Morgan fornece aos acionistas os elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA, conforme requer o art. 4º, inciso II da Instrução 361. Assim, propôs que o referido documento seja disponibilizado, em substituição ao laudo de avaliação, na CVM, no endereço do ofertante, da Companhia e da bolsa de valores, bem como fique acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da CVM e da Companhia, nos termos do item I.e do Anexo II da Instrução 361."*

*Quanto à dispensa de contratação de Instituição Intermediária, a SRE, tendo em vista a existência de decisão precedente, a pequena quantidade de ações a ser adquirida, o valor total da oferta e o preço proposto por ação estar baseado no valor integral pago pela Ashmore, manifestou ser favorável à dispensa, desde que mantida a necessidade da constituição da fiança em momento anterior à concessão do registro da oferta por esta CVM ou, alternativamente, celebrada a fiança em momento anterior à publicação do instrumento de oferta pública."*

*Por todo o exposto pela área técnica, através do MEMO/SRE/GER-1/Nº 264/07, o Colegiado aprovou a dispensa de elaboração de laudo de avaliação da Companhia, uma vez atendidas as exigências constantes do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1545/07, disponibilizado o documento substituto ao laudo de avaliação elaborado pela JP Morgan, e a dispensa de contratação de Instituição Intermediária, desde que seja constituída a fiança em momento anterior à concessão do registro da oferta por esta CVM, ou celebrada a fiança em momento anterior à publicação do edital da OPA."*

Ressaltamos que, nas OPA de Nossa Caixa e de Elektro, os custos de elaboração dos laudos de avaliação eram compatíveis com os valores totais das respectivas ofertas, o que não se observa no caso em tela.

Ademais, em ambas as OPA, as dispensas de laudo de avaliação foram condicionadas a que os seus ofertantes disponibilizassem os documentos de avaliação utilizados pelas partes nos respectivos negócios de alienação, a fim de "dotar" os acionistas minoritários "dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA", nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361.

Além disso, no caso da OPA de Nossa Caixa, as ações objeto possuíam liquidez suficiente para fornecer parâmetros que contribuíssem com os acionistas minoritários em suas decisões, o que também não se observa no presente caso.

Dessa forma, dentre os precedentes supramencionados, o que mais se semelha ao caso concreto é a OPA de Recrusul, em que o volume total da oferta era de R\$ 370.386,89, aproximadamente, não sendo compatível com os custos da elaboração de laudo de avaliação, e que a companhia apresentava patrimônio líquido negativo, à época.

No tocante à dispensa de contratação de instituição intermediária da OPA, ressaltamos que a necessidade da contratação de tal serviço por parte da Ofertante se encontra disposta no *caput* do art. 7º da Instrução CVM 361, e visa, dentre outras, a garantia do controle operacional, bem como da liquidação financeira da OPA, nos termos do § 4º do referido dispositivo.

No entanto, entendemos que a independência no controle operacional, devidamente realizado por intermediação financeira, é mais relevante nas ofertas para cancelamento de registro e por aumento de participação do que nas ofertas de alienação de controle, uma vez que aquelas modalidades preveem quórum específico para a aceitação e sucesso da OPA, nos termos dos arts. 15 e 16 da Instrução CVM 361.

Já sobre a garantia da liquidação financeira da oferta, destacamos que "o registro da OPA pela CVM implica na autorização da alienação do controle, sob a condição de que a oferta pública venha a ser efetivada nos termos aprovados e prazos regulamentares", nos termos do § 3º do art. 29 da Instrução CVM 361.

Logo, caso a Ofertante não honre sua obrigação de liquidação da OPA, a alienação de controle se resolveria.

Ademais, observamos que o Colegiado da CVM já indeferiu pedido de dispensa de contratação de instituição intermediária para a realização de OPA, como nos seguintes casos:

- iv. OPA por alienação de controle de Light S.A. (Processo CVM Nº RJ-2006-6802), decisão datada de 16/1/2007;  
v. OPA para cancelamento de registro de Empresa Energética de Sergipe S.A. (Processo CVM nº RJ-2006-5046), decisão datada de 12/12/2006; e

- vi. OPA para cancelamento de registro de Companhia Cimento Portland Itaú (Processo CVM n° RJ-2003-6134), decisão datada de 25/11/2003.

Em tais operações, foi levada em consideração a possibilidade de eventuais prejuízos aos destinatários das ofertas, em virtude do risco operacional que apresentavam, bem como a compatibilidade entre os custos previstos com a contratação das instituições financeiras e o valor total das OPA, diferentemente do presente caso.

Destacamos os termos da decisão de indeferimento do Colegiado da CVM, no caso da OPA da Light, tendo em vista ter-se tratado da mesma modalidade da presente OPA:

*"(...) dado o elevado valor da presente oferta, o Colegiado deliberou indeferir os pedidos de dispensa de contratação de instituição intermediária, a fim de que, além de preservar o papel estabelecido para tais instituições no § 1º do art. 7º da Instrução, seja garantida a liquidação financeira da OPA, nos termos do disposto no art. § 4º do mesmo artigo (...)"*

Ressaltamos, ainda, que, embora o pedido de dispensa de instituição intermediária tenha sido indeferido na OPA de Cimento Portland, o então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos sinalizou acerca da possibilidade de apresentação de minuta de carta de fiança, sob o compromisso de o ofertante e o fiador celebrarem a fiança, na forma minutada, na véspera da publicação do edital de oferta, nos seguintes termos:

*"Não me parece conveniente a dispensa da presença de uma instituição intermediária, notadamente pela razão exposta pela própria ofertante, quando diz que há grande dificuldade em encontrar os acionistas da companhia."*

*A meu ver, esta razão está a recomendar a contratação de instituição intermediária, ressalvada a hipótese de o custo desta contratação ser incompatível ou desproporcional ao valor global da oferta, o que não me parece ser o caso. (...)*

*Com relação à prestação de fiança, entendo a questão do custo e das dificuldades operacionais que um banco pode ter ao fornecer - ou se comprometer - uma fiança por prazo incerto e uma das possíveis formas de se solucionar este problema seria se permitir que a minuta da fiança, de forma completa, fosse apresentada para a CVM com a documentação pertinente e o ofertante e o fiador se comprometessem, perante a CVM, a celebrar a fiança na forma minutada na véspera da publicação do edital de oferta, de maneira que durante todo prazo da oferta - antes do edital não há tecnicamente oferta, recorde-se - haveria a fiança em vigor, na forma aprovada pela CVM."*

Nessa linha, o Colegiado da CVM também já se manifestou favoravelmente à dispensa de contratação de instituição intermediária de OPA, "desde que mantida a necessidade da constituição da fiança em momento anterior à concessão do registro da oferta por esta CVM ou, alternativamente, celebrada a fiança em momento anterior à publicação do instrumento de oferta pública", nos termos da decisão referente à OPA de Elektro, acima mencionada.

Há, ainda, precedentes em que o Colegiado da CVM dispensou a contratação de instituição intermediária na OPA, sem que tivesse havido constituição de fiança, como:

- vii. Decisão do Colegiado de 3/2/2009, referente à OPA unificada, por alienação de controle e por aumento de participação, da Excelsior Alimentos S.A. – Processo CVM n° RJ-2008-7040:

*"A Ofertante solicita as seguintes dispensas: (i) leilão em bolsa de valores; (ii) contratação de instituição intermediária; e (iii) elaboração e publicação de edital de oferta pública."*

*A área técnica manifestou-se favoravelmente, através do Memo/SRE/GER-1/26/09, com relação: (i) à unificação das ofertas; (ii) ao procedimento de desistência da OPA por aumento de participação, conforme previsto pela Ofertante; (iii) à dispensa de elaboração e publicação de edital de oferta pública; e (iv) à dispensa de realização de leilão em bolsa de valores. No entanto, a área técnica se manifestou contrária à concessão da dispensa de contratação de instituição intermediária, pois a independência no controle operacional e a garantia da liquidação financeira da OPA seriam relevantes, tanto pelo fato de haver possibilidade de serem pagas superveniências ativas, quanto por conta da previsão de a Ofertante poder desistir da OPA por aumento de participação."*

*O Colegiado, nos termos da manifestação da área técnica, deliberou conceder as dispensas solicitadas, discordando da área técnica unicamente quanto à impossibilidade de dispensar a contratação de instituição intermediária. O Colegiado decidiu por conceder referida dispensa, tendo em vista que a presente OPA se destina a cinco acionistas apenas e que não conta com quórum específico para o seu sucesso."*

- viii. Decisão do Colegiado de 13/11/2007, referente à OPA por alienação de controle da Calçados Azaléia S.A. – Processo CVM RJ-2007-9773:

*"Pelos argumentos apresentados no Memo/SRE/GER-1/354/07, o Colegiado deliberou conceder as dispensas solicitadas, desde que (i) as exigências constantes do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/N° 2034/07, de 01.11.07, sejam devidamente atendidas; (ii) seja estendido aos acionistas minoritários o mesmo tratamento dado ao antigo controlador, conforme disposto na cláusula segunda do contrato de compra e venda de ações de emissão de Pilar Empreendimentos Imobiliários S.A. (sociedade que detinha 99,16% das ações com direito a voto da Calçados Azaléia S.A.), inclusive quanto à emissão, também para os acionistas minoritários que optarem por receber preço parcelado, das notas promissórias mencionadas no item 2.2 do referido contrato."*

Assim, tendo em vista a modalidade da presente OPA, os precedentes supramencionados, a condição em que se encontra a Companhia, e a desproporcionalidade entre o valor total da oferta e os custos envolvidos na elaboração de laudo de avaliação e na contratação de instituição intermediária, somos favoráveis às dispensas pleiteadas pela Ofertante, desde que seja constituída a fiança em momento anterior à concessão do registro da oferta por esta CVM, ou, alternativamente, celebrada a fiança em momento anterior à publicação do instrumento de oferta pública, conforme proposta da Ofertante, para "que a liquidação financeira da presente OPA seja garantida de outra forma menos custosa que a CVM venha a entender viável" .

Por fim, alertamos que, caso o Colegiado acompanhe o entendimento desta área técnica, deverá ser dado prazo adicional à Ofertante para que submeta à CVM os documentos referentes à fiança supramencionada.

## VI- Conclusão

Nos termos acima expostos, esta área técnica nada tem a obstar quanto às dispensas de elaboração de laudo de avaliação e de contratação de instituição intermediária da OPA.

Dessa forma, propomos solicitar à Superintendência Geral que o presente processo seja encaminhado à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora do caso em tela.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

Ricardo Maia da Silva  
Gerente de Registros - 1

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

(Original assinado por)

Felipe Claret da Mota

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

[\(1\)](#) Processo CVM RJ2003/07909 e Processo CVM RJ2003/12825.