

Para: SGE MEMO/SRE/GER-1/Nº130/2011

De: SRE Data: 08/09/2011

Assunto: Pedido de registro de OPA por alienação indireta de controle de Elektro Eletricidade e Serviços S.A., com adoção de procedimento diferenciado

Processo CVM Nº RJ-2011-6040

Senhor Superintendente-Geral,

Requer a Iberdrola Energia do Brasil Ltda (Ofertante) o registro da oferta pública de aquisição de ações ordinárias (OPA) por alienação indireta do controle de Elektro Eletricidade e Serviços S.A. (Companhia), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02.

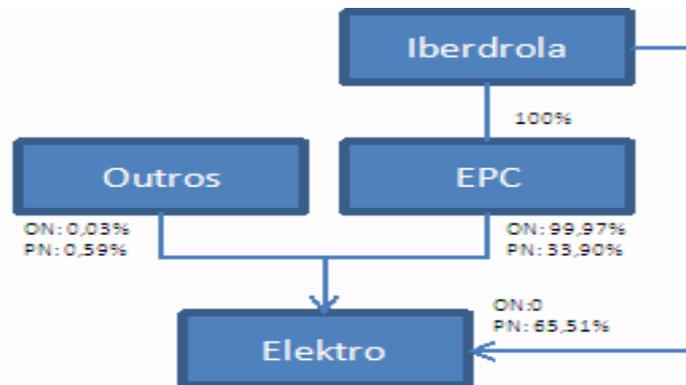
Especificamente, a Ofertante solicita as seguintes dispensas:

- i. contratação de instituição intermediária da OPA, conforme prevê o art. 7º da Instrução CVM 361;
- ii. publicação de instrumento de OPA em forma de edital em jornal de grande circulação utilizado pela Companhia, conforme prevê o art. 11 da Instrução CVM 361; e
- iii. realização de leilão em bolsa de valores, conforme prevê o art. 12 da Instrução CVM 361.

O capital social da Companhia (CNPJ/MF nº 02.328.280/0001-97) é dividido em 91.880.972 ações ordinárias e 101.878.293 ações preferenciais.

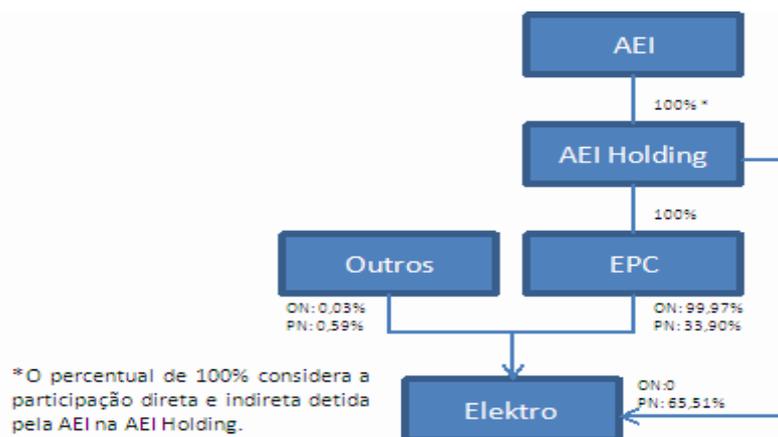
A participação da Ofertante no capital social da Companhia é de 99,68%, sendo: 91.854.300 ações ordinárias e 34.535.211 ações preferenciais, detidas indiretamente por meio de EPC – Empresa Paranaense Comercializadora Ltda. (EPC); e 66.744.382 ações preferenciais detidas diretamente, quantidades que representam 99,97% das ações ordinárias e 99,41% das ações preferenciais.

O diagrama de blocos abaixo ilustra essa participação.



I- A Alienação Indireta do Controle

A alienação indireta do controle da Companhia se deu em 27/4/2011, mediante a aquisição de cotas representativas da totalidade do capital de EPC, anteriormente detido por AEI, sua antiga controladora indireta. A estrutura de controle anterior à alienação era , conforme ilustrado no seguinte diagrama de blocos:



Precisamente, a Ofertante adquiriu a totalidade do capital social de EPC, que detém diretamente 91.854.300 ações ordinárias e 34.535.211 preferenciais de emissão da Companhia, mais 66.744.382 ações preferenciais de emissão da Companhia anteriormente detidas diretamente pela própria AEI Holding.

A transação supramencionada custou à Ofertante um valor total de US\$ 2.400.000.000,00 à vista, nos termos do contrato de compra e venda. Tal valor é equivalente a R\$ 3.744.000.000,00, conforme conversão mediante a utilização da taxa de câmbio de R\$ 1,5600/US\$ na data do fechamento.

Considerando que o único ativo de EPC é sua participação na Companhia, o negócio atribuiu preço de R\$ 19,39 por ação ordinária ou preferencial de emissão da Companhia.

Questionada quanto à não diferenciação de preço entre as ações ordinárias e preferenciais de emissão da Companhia na precificação, uma vez que, tal procedimento poderia configurar artifício para diminuir o valor a ser pago pelas ordinárias em circulação, a Ofertante respondeu:

"(...) conforme informado na demonstração justificada do preço, não houve diferenciação entre as ações ordinárias e preferenciais na negociação da aquisição da Elektro, tendo sido o preço acordado em um processo de negociação entre as

partes, que são independentes e não relacionadas, e validado internamente pela Iberdrola por métodos de avaliação comumente utilizados."

De fato, a demonstração justificada de preço esclarece a precificação do negócio, nos seguintes termos:

"Primeiramente cabe esclarecer que, embora a operação tenha se realizado através da aquisição do controle indireto da Companhia, ou seja, por meio da aquisição das quotas da EPC detidas pela AEI Holding, a totalidade do preço pago pela Iberdrola à AEI teve por base exclusivamente as ações da Elektro, já que a EPC é uma sociedade de participações, que tem como único ativo a participação no capital social da Elektro, tendo sido atribuído, na Aquisição, valor zero às quotas da EPC.

O preço que está sendo oferecido aos acionistas minoritários corresponde ao preço pago pela Iberdrola à AEI pela aquisição da Elektro, o qual foi determinado durante um processo de negociação entre as partes, que são independentes e não relacionadas. Após diversas conversas entre as partes e conclusão da auditoria legal, a Iberdrola apresentou uma oferta no valor de R\$2,1 bilhões e, após a definição da estrutura de aquisição, no valor de R\$2,3 bilhões, tendo a AEI, posteriormente, indicado que o preço de R\$2,4 bilhões seria o preço que selaria a negociação do valor e aceleraria a negociação do contrato de aquisição. A Iberdrola prosseguiu para obter as aprovações internas para estar em uma posição de aceitar a solicitação da AEI de um aumento no último preço ofertado pela Iberdrola.

Para que a Iberdrola pudesse obter a aprovação de seus órgãos internos de governança do preço indicado pela AEI para a aquisição da Elektro, diversos métodos de avaliação conhecidos e comumente aceitos foram aplicados para averiguar a razoabilidade do preço:

- o Primeiramente, foi utilizada a metodologia de "fluxo de caixa descontado". Essa é uma metodologia comum considerada para a avaliação de companhias lucrativas que se baseia no valor presente do fluxo de caixa líquido futuro gerado pelo negócio. A Iberdrola montou um modelo operacional e financeiro que refletiu a evolução esperada do fluxo de caixa da Elektro. Dentro desta metodologia de trabalho, o preço de R\$2,4 bilhões foi considerado aceitável, uma vez que o investimento resultaria em uma taxa interna de retorno de 11%;*
- o Como uma referência, os múltiplos de negociação de distribuidores de energia elétrica que são publicamente negociadas, como a Light e a Eletropaulo (Enterprise Value/EBITDA de 5,0x e 5,1x, respectivamente), foram considerados. Embora tanto a Light quanto a Eletropaulo negociem em um múltiplo menor do que aquele inferido pela aquisição da Elektro (Enterprise Value/EBITDA de 5,8x), foi considerado que um preço maior pela Elektro, comparada com seus pares, seria justificada.*
- o Por último, múltiplos inferidos de transações anteriores disponíveis, tais como as aquisições de CMS e CLFSC pela CPFL (Enterprise Value/EBITDA de 6,1x e 7,1x, respectivamente) e a aquisição da Enersul pelo Grupo Rede (Enterprise Value/EBITDA de 6,4x) também foram analisados como um ponto de referência. A relevância dessas transações é limitada dado o tempo que já passou desde que elas ocorreram e o diferente ambiente regulatório daquela época, que se comparam com as atuais expectativas de mudanças significativas em decorrência do terceiro ciclo de revisão regulatória de concessões de distribuição, principalmente a redução significativa do retorno regulatório das concessões de distribuição. O múltiplo inferido para a aquisição da Elektro atingiu um Enterprise Value/EBITDA de 5,8x, conforme discutido acima. Dado a queda significativa do EBITDA em 2012 uma vez que as mudanças regulatórias esperadas sejam implementadas, o múltiplo de EBITDA inferido para a Elektro seria aumentado para 7,0x; Esse número estaria em linha ou seria maior que o das transações mencionadas acima.*

Importante ressaltar que a negociação considerou a aquisição da totalidade da participação da AEI detida direta e indiretamente na Elektro, de forma indistinta, abrangendo as ações ordinárias e preferenciais (sendo condição para o negócio a aquisição de toda a participação da AEI). Por essa razão, optou-se por avaliar a Elektro como um todo, sem qualquer distinção entre as ações ordinárias e preferenciais. Vale notar, ainda, que, devido à baixa liquidez das ações de emissão da Elektro na BM&FBOVESPA, o valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais da Elektro não foi considerado na avaliação da Elektro."

Assim, consideramos que o procedimento de precificação das ações encontra-se respaldado na legislação vigente, e em linha com práticas no mercado para negócios dessa natureza.

II- Características da OPA

A presente OPA é destinada a 115 acionistas, e visa à aquisição de 26.665 ações ordinárias de emissão da Companhia, representativas de seu 0,03% do capital votante e de 0,01% de seu capital social, com vista ao cumprimento do disposto no art. 254-A da Lei 6.404/76.

O preço ofertado é R\$ 19,39 por ação objeto, equivalente a 100% do preço por ação pago pela Ofertante ao antigo controlador, conforme previsto no contrato de compra e venda das ações, o qual será corrigido pela variação da taxa SELIC desde 27/4/2011, data da efetivação do negócio, até a data da liquidação financeira da oferta.

Dessa forma, o valor total da OPA será de R\$ 517.034,35, caso todas as ações objeto sejam alienadas, sem considerar o ajuste de preço previsto, e seu pagamento será à vista em moeda corrente nacional.

Tendo em vista as dispensas pleiteadas, a OPA prevê, ainda, os seguintes procedimentos:

- i. publicação de fato relevante que divulgue a oferta e faça remissão aos sites da Ofertante, da Companhia e da CVM, onde estarão disponíveis a carta convite, utilizada em substituição ao edital da OPA, a demonstração justificada de preço, prevista no inciso I do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361 e os formulários de manifestação, documentos previstos em substituição à realização do leilão;
- ii. o envio da carta convite supramencionada aos acionistas objeto da oferta, mediante aviso de recebimento, a qual tem como anexos a demonstração justificada de preço e os formulários de manifestação;
- iii. preenchimento e envio dos formulários de manifestação à Companhia e ao Itaú Unibanco S.A., por parte dos acionistas objeto que aceitarem a oferta;
- iv. depósito do valor da oferta em conta vinculada no Itaú Unibanco S.A., feito pela Ofertante, com fins de garantir sua liquidação financeira. O Itaú Unibanco S.A. receberá, ainda, cópia dos formulários de manifestação, com vistas ao controle operacional da oferta; e
- v. assunção pela ofertante de todos os custos decorrentes do procedimento diferenciado proposto, como os avisos de recebimento e as demais

formalidades necessárias para a manifestação dos acionistas objeto que aderirem à OPA.

III- Alegações da Ofertante

Visando o sucesso de seu pleito, a Ofertante alega que seu caso se enquadra nos exemplos de "situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações (...) com procedimento diferenciado", nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361. Em suas palavras:

"(...) A presente Oferta se enquadra em ao menos 3 das situações previstas pelo referido dispositivo, quais sejam: (i) a concentração extraordinária de suas ações; (ii) o reduzido valor total da Oferta; e (iii) o reduzido impacto da Oferta para o mercado."

No que diz respeito à concentração extraordinária de ações objeto da Oferta, conforme mencionado no item 1.4 acima, as ações ordinárias de emissão da Elektro que restaram em circulação após a Aquisição representam apenas 0,03% do capital votante e 0,01% do capital total da Companhia e são detidas por apenas 115 Acionistas Remanescentes.

No que diz respeito ao valor total da Oferta, tendo em vista que a mesma será realizada por um preço equivalente a 100% do preço pago ao Antigo Controlador, que corresponde a R\$ 19,39, e que, portanto, o seu valor total será consideravelmente baixo, podendo atingir o valor máximo de R\$ 517.034,35, se, e somente se, todos os Acionistas Remanescentes aderirem à Oferta, o que a Ofertante entende ser bastante improvável.

Relativamente ao seu impacto para o mercado, a Oferta será destinada apenas e tão somente aos detentores de ações ordinárias de emissão da Elektro, sendo que, de acordo com a Relação Nominal Atualizada dos Acionistas (...), a Oferta será destinada única e exclusivamente a 115 pessoas físicas e/ou jurídicas, de forma que não há que se falar em qualquer prejuízo ao mercado e/ou aos acionistas minoritários se autorizada por esta D. CVM a adoção de procedimento diferenciado para a OPA. Além de já ter sido amplamente divulgada pela Elektro a Aquisição, seus termos gerais e condições precedentes para o fechamento, dentre elas, nos termos do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações e da Instrução CVM 361, a presente Oferta, em 27 de abril de 2011 foi publicado nos jornais Diário Oficial do Estado de São Paulo e Valor Econômico e disponibilizado nos websites da Elektro e desta D. CVM um fato relevante comunicando ao mercado em geral e aos acionistas minoritários em especial que haveria a apresentação deste Pedido de Registro da Oferta perante esta D. CVM.

Vale ressaltar que a Ofertante não pretende cancelar o registro de companhia aberta da Companhia, estando esta Oferta única e exclusivamente relacionada ao cumprimento, por ela, das obrigações decorrentes da Lei das Sociedades por Ações e da Instrução CVM 361. Ainda, apesar da liquidez das ações ordinárias de emissão da Companhia ser muito baixa, o preço por ação a ser pago aos Acionistas Remanescentes é inferior ao preço de fechamento dos negócios realizados com as ações ordinárias de emissão da Companhia na BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) nos últimos meses, o que faz a Ofertante avaliar que poucos Acionistas Remanescentes (dentre os 115) aderirão à Oferta. Em outras palavras, o impacto da OPA para o mercado, quer em relação ao seu volume total, à quantidade de Acionistas Remanescentes que a ela aderirão ou em relação ao seu objeto, será mínimo.

(...)"

Especificamente, sobre cada dispensa pleiteada, a Ofertante alega:

"2.A. Dispensa de Contratação de Instituição Intermediária

2.8 De acordo com o artigo 4º, inciso IV, da Instrução CVM 361, uma oferta pública de aquisição de ações será intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimentos (Instituição Intermediária).

2.9 O objetivo primordial de tal exigência é o de garantir a liquidação financeira das ofertas públicas de aquisição de ações, a fim de que, caso a Ofertante não arque com o preço a ser pago em razão da oferta pública, a Instituição Intermediária ficará responsável por sua liquidação junto aos acionistas que aderirem à oferta.

2.10 No entanto, considerando que o valor total da OPA será de apenas R\$ 517.034,35, parece-nos absolutamente dispensável a contratação de instituição intermediária que garanta o pagamento aos minoritários.

2.11 Parece inquestionável que a Ofertante, que há menos de um mês pagou mais de R\$ 4.000.000.000,00 pelas ações da Companhia até então detidas pela AEI, não colocará em risco tal aquisição ao deixar de honrar obrigações de pouco mais de R\$ 500.000,00 junto aos acionistas minoritários (isto se houver adesão integral à OPA, o que é improvável, em virtude do preço ofertado por ação ser inferior à atual cotação dessas ações). Em outras palavras, não seria de se supor que a Companhia, após efetuar a Aquisição e o pagamento de mais de R\$ 4.000.000.000,00, tornasse a operação sem efeito devido a um pagamento que atingiria no máximo, cerca de R\$ 500.000,00.

2.12 Também não se alegue que a contratação de uma Instituição Intermediária seja justificável para intermediar a Oferta de forma a manter um controle operacional da mesma, evitando prejuízos aos seus destinatários. Isto porque tal função é menos relevante e até mesmo inócua em uma oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle, que é o caso da presente OPA, tendo em vista que, diferentemente do que ocorre em outros tipos de ofertas públicas de aquisição, a Instrução CVM 361 não exige em momento algum um quorum mínimo para a aceitação e o sucesso da OPA.

2.13 A necessidade de contratação de Instituição Intermediária poderá levar à situação em que o pagamento da remuneração à Instituição Intermediária poderá ser superior ao valor da OPA.

2.14 No sentido do exposto neste Capítulo 2.A., destaca-se o entendimento desta D. CVM que, em processos recentes envolvendo ofertas públicas de aquisição de ações com características similares às ora descritas, manifestou-se no sentido de dispensar a contratação de uma Instituição Intermediária (Processos CVM RJ: nº 2007/4500; nº 2009/0587; nº 2009/2212; nº 2009/6790; e nº 2010/8957).

(...)"

2.B. Dispensa de Realização de Leilão

2.17 De acordo com o artigo 4º, inciso VII, da Instrução CVM 361, uma oferta pública de aquisição de ações deverá ser realizada por meio de, entre outros, um leilão em bolsa de valores (Leilão) em que os acionistas interessados adeririam à oferta por meio do preenchimento de um formulário de adesão junto a uma Instituição Intermediária.

2.18 A realização de um Leilão no âmbito da presente Oferta mostra-se desnecessária, além de acarretar ônus à Ofertante e, no caso específico do Leilão, aos Acionistas Remanescentes.

2.19 As ações objeto da Oferta são de titularidade de apenas 115 acionistas. Embora esteja sendo requerida a dispensa de contratação de Instituição Intermediária, o controle operacional da Oferta no presente caso seria realizado pela disponibilização do Formulário de Adesão que seguirá juntamente com a Carta-Convite, bem como estará disponível no website da Companhia.

2.20 Ainda, observa-se, provavelmente em razão do baixo número de ações ordinárias de emissão da Companhia em circulação, que a liquidez de tais ações ordinárias é muito baixa, o que se deve, também, ao fato da base acionária da Companhia ser composta por acionistas pouco ativos.

2.21 Isto posto, entende-se que a obrigação de realização do Leilão para a liquidação da OPA resultaria em custos e despesas adicionais não só para a Ofertante, como também para os Acionistas Remanescentes, tendo em vista que tanto os Acionistas Remanescentes quanto a Ofertante seriam obrigados a arcar com os custos relativos às taxas de corretagem e aos emolumentos cobrados pela BM&FBOVESPA e pela corretora de valores contratada para a venda e a compra das ações objeto da OPA, respectivamente.

2.22 A obrigação de realização de um Leilão para liquidação da Oferta exigiria da Ofertante a contratação de uma sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários para intermediar a aquisição das ações objeto da OPA no Leilão, o que, claramente, traria mais um custo para a Ofertante que seria desproporcional ao valor real esperado da Oferta, sobretudo quando levado em conta que se espera uma baixa (ou até inexistente) adesão dos Acionistas Remanescentes.

2.23 Nos termos do artigo 12, parágrafo 6º, da Instrução CVM 361, esta D. CVM pode, a requerimento da Ofertante, autorizar que a oferta pública de aquisição de ações seja efetivada por meio diverso de Leilão.

2.24 Em razão do exposto, a Ofertante requer que a venda das ações ordinárias de emissão da Companhia e a consequente liquidação da Oferta sejam feitas com base no Formulário de Adesão (...) e mediante a aquisição privada das ações dos Acionistas Remanescentes que entregarem o Formulário de Adesão e demais documentos requeridos, conforme procedimento devidamente descrito na Carta-Convite.

2.25 A simplicidade do procedimento ora proposto, o qual consta integralmente da referida Carta-Convite, visa adequar o rito da OPA à regra mais benéfica e eficiente aos seus destinatários, reduzindo a burocracia e os custos envolvidos na Oferta, sem implicar em qualquer prejuízo ou criar óbices para o exercício do direito dos Acionistas Remanescentes.

2.26 No sentido do exposto neste Capítulo 2.B., destaca-se o entendimento desta D. CVM que, em processos recentes envolvendo ofertas públicas de aquisição de ações com características similares às oras descritas, manifestou-se no sentido de dispensar a realização de Leilão (Processos CVM RJ: nº 2007/9773; nº 2008/7040; nº 2009/6790; e nº 2010/8957).

2.C. Dispensa de Publicação de Edital

2.27 De acordo com o artigo 11 da Instrução CVM 361, uma oferta pública de aquisição de ações deverá ser realizada por meio da elaboração e publicação de um Instrumento da OPA (Edital), o qual tem a função precípua de divulgar a operação pretendida e contém os procedimentos a serem observados por seus destinatários no caso de interesse em aderir à Oferta.

2.28 No entanto, a publicação de um Edital no âmbito da presente Oferta mostra-se desnecessária, além de acarretar ônus desproporcionais à Ofertante.

2.29 Busca-se aqui, novamente, adequar o rito da OPA à regra mais benéfica e eficiente aos seus destinatários, de forma que não haja qualquer prejuízo ou óbice para o exercício do direito dos Acionistas Remanescentes.

2.30 No que diz respeito à elaboração e publicação do Edital, a Ofertante propõe que a OPA seja divulgada e iniciada por meio do envio de Carta-Convite com Aviso de Recebimento (AR) a cada um dos 115 Acionistas Remanescentes.

2.31 Referida Carta-Convite conteria, basicamente, todos os termos, condições, preço, forma de pagamento e demais informações relevantes sobre os procedimentos a serem observados no âmbito da OPA, como se um Edital fosse. Assim, a substituição do Edital pela Carta-Convite em nada reduziria o direito que tem o Acionista Remanescente a informações corretas, precisas e completas sobre a Companhia, a Ofertante, o negócio que levou à transferência do controle e a própria OPA. Como se não bastasse, certamente uma correspondência entregue por correio, na residência de cada um dos Acionistas Remanescentes, chamaria mais a atenção do mesmo do que um Edital publicado em jornais, mesmo que de grande circulação e usualmente utilizados pela Companhia. Importante mencionar que a Companhia possui o cadastro atualizado da quase totalidade dos Acionistas Remanescentes, incluindo os respectivos endereços para contato.

2.32 A fim de dar total publicidade para a OPA, além do envio da Carta-Convite para cada acionista, a Ofertante publicará fato relevante nos jornais habitualmente utilizados pela Companhia, dando ciência do envio da Carta-Convite, com informação de que a Carta-Convite e seus anexos estarão disponíveis no site da Companhia e desta D. CVM, (...). Tal publicação será realizada tão logo a CVM aprobe a realização da OPA e a mesma seja oficialmente lançada pela Ofertante.

2.33 A sugestão de substituição do Edital pela Carta-Convite está fundamentada no fato de que a publicação de um Edital traria ônus desproporcionais à Ofertante, tendo em vista o alto custo da mesma ante o valor potencial e, principalmente, o valor esperado da Oferta. O custo de cerca de R\$ 64.000,00 para a publicação do Edital em jornal de grande circulação habitualmente utilizado pela Companhia pode representar mais de 10%, se considerado seu valor total máximo de R\$ 517.034,35, ou até mesmo superar o valor efetivo da OPA, dado que não é esperada uma grande adesão dos acionistas minoritários à Oferta.

2.34 Adicionalmente, entende-se que o objetivo da Instrução CVM 361 ao determinar a publicação de um Edital, no sentido de dar conhecimento eficaz aos acionistas destinatários de uma oferta pública de aquisição de ações, estará adequadamente atendido, não havendo qualquer risco aos Acionistas Remanescentes.

2.35 No sentido do exposto neste Capítulo 2.C., destaca-se o entendimento desta D. CVM que, em processos recentes envolvendo ofertas públicas de aquisição de ações com características similares às oras descritas, manifestou-se no sentido de dispensar a elaboração e publicação do Edital (Processos CVM RJ: nº 2008/4042; nº 2008/7040; nº 2009/2212; e nº 2009/6790)."

Adicionalmente aos argumentos supra, a Ofertante, atendendo a exigências formuladas por esta área técnica, apresentou a seguinte previsão de custos, caso a OPA seguisse o rito ordinário:

"A Ofertante levantou, junto à agência de publicidade, o custo de R\$ 65.000,00 para a publicação do edital de leilão no jornal "Valor Econômico", que é o jornal usualmente utilizado pela Companhia para as suas publicações.

Ademais, nos termos de proposta encaminhada à Ofertante por instituição financeira de primeira linha, o custo relativo à sua contratação para atuação como instituição intermediária na Oferta é equivalente a R\$ 500.000,00.

Com relação aos custos decorrentes da realização do leilão, os emolumentos devidos à BM&FBOVESPA correspondem a 0,035% sobre o valor da operação, o que, no presente caso, corresponderia a, aproximadamente, R\$ 18.000,00.

Tendo em vista o acima exposto, verifica-se que os custos devidos pela Ofertante em razão da publicação do edital de leilão, da contratação de instituição intermediária e da realização do leilão na BM&FBOVESPA totalizam, aproximadamente, R\$ 583.000,00, o que supera o valor máximo da Oferta, qual seja, R\$ 517.034,35. Considerando que este valor máximo será somente alcançado se, e somente se, todos os acionistas detentores das ações ordinárias em circulação aderirem à Oferta, é provável que o valor dos custos incorridos pela Ofertante, conforme acima demonstrados, supere ainda mais o valor efetivo da Oferta."

IV- Nossas Considerações

Preliminarmente, manifestamos nosso entendimento de que o preço ofertado atende ao que preceitua o caput do art. 254-A da Lei 6.404/76 (*tag along*) e o § 7º do art. 29 da Instrução CVM 361 (atualização pela SELIC).

Ademais, concordamos que a OPA em análise apresenta "s ituações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações (...) com procedimento diferenciado, (...) para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público", tendo em vista o seu baixo "valor total" (R\$ 517 mil, aproximadamente) e "impacto (...) para o mercado", por conta sobretudo da baixíssima liquidez das ações objeto.

Os dados sobre a baixa liquidez das ações foram obtidos por esta área técnica, e têm fonte no *site* "Econômica". Segundo essa fonte, os negócios com essas ações foram:

- (i) um negócio em 30/09/2010 (700 ações – Volume financeiro de R\$ 19.642,00);
- (ii) um negócio em 29/11/2010 (700 ações – Volume financeiro de R\$ 19.642,00);
- (iii) dois negócios em 31/01/2011 (200 ações – Volume financeiro de R\$ 4.800,00);
- (iv) seis negócios em 29/03/2011 (1.300 ações – Volume financeiro de R\$ 36.900,00);
- (v) dois negócios em 05/08/2011 (200 ações – Volume financeiro de R\$ 4.994,00);
- (vi) um negócio em 08/08/2011 (200 ações – Volume financeiro de R\$ 4.800,00); e
- (vii) um negócio em 11/08/2011 (100 ações – Volume financeiro de R\$ 2.580,00).

Sobre as dispensas pleiteadas, ressaltamos que as previsão de contratação de instituição intermediária da OPA, elaboração e publicação do instrumento de OPA e realização de leilão em bolsa de valores encontram-se, respectivamente, nos seguintes dispositivos da Instrução CVM 361:

"Art. 7º O ofertante deverá contratar a intermediação da OPA com sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento."

"Art. 11. O instrumento de OPA deverá ser publicado, sob a forma de edital nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia objeto, observando-se o prazo máximo de 10 (dez) dias, após a obtenção do registro na CVM, quando este for exigível."; e

"Art. 12. A OPA será necessariamente efetivada em leilão na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação, ou, caso não o sejam, em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, à livre escolha do ofertante."

Entretanto, apresentamos abaixo os precedentes mais recentes, em que o Colegiado da CVM concedeu, cumulativamente, a dispensa de contratação de instituição intermediária, de publicação de edital e de realização de leilão:

- (i) Decisão do Colegiado de 8/12/2009, referente à OPA por alienação de controle de Hopi Hari S.A. – Processo CVM RJ-2009-6790:

"Trata-se de pedido apresentado por HH II PT S.A. ("Ofertante") de registro de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") por alienação de controle da Hopi Hari S.A. ("Companhia"), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução 361/02. O requerente solicita a dispensa dos seguintes requisitos estabelecidos na Instrução 361/02: (i) elaboração de laudo de avaliação (art. 8º); (ii) realização de leilão em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado (art. 12); (iii) elaboração e publicação de edital (art. 11); e (iv) contratação de instituição intermediária (art. 7º).

Em sua manifestação, consubstanciada no Memo/SRE/GER-1/235/09, a SRE considerou justificada, no presente caso, a concessão de procedimento diferenciado e das dispensas solicitadas, tendo em vista a concentração extraordinária das ações da Companhia, o impacto irrisório da OPA no mercado e o patrimônio líquido negativo da Companhia desde 2003.

O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, e em consonância com os precedentes, deliberou conceder as dispensas pleiteadas, desde que: (i) seja disponibilizada carta-convite aos acionistas nas páginas da Ofertante, da Companhia e da CVM na rede mundial de computadores; (ii) seja disponibilizado na página da CVM na rede mundial de computadores, pelo sistema IPE, fato relevante sobre a OPA, no qual deverão constar as páginas da rede em que a referida carta-convite estará disponível; e (iii) a Ofertante preveja expressamente na carta-convite que se compromete a arcar com os custos a que estiverem sujeitos os acionistas objeto da OPA, no caso de aderirem à oferta."

- (ii) Decisão do Colegiado de 14/4/2009, referente a consulta sobre OPA para cancelamento de registro da Parmalat Brasil S.A. – Processo CVM RJ-2009-2212.

"A consulta se refere à possibilidade das seguintes dispensas: (i) observação do disposto no inciso II do art. 16 da Instrução 361/02, que prevê quórum específico para o sucesso da OPA para cancelamento de registro; (ii) leilão em bolsa de valores, nos termos do inciso VII do art. 4º da Instrução 361/02; (iii) contratação de instituição intermediária, nos termos do inciso IV do

art. 4º da Instrução 361/02 ; e (iv) elaboração e publicação de edital de oferta pública, nos termos dos arts. 11 e 12 da Instrução 361/02.

(...)

Ademais, a área técnica manifestou-se favoravelmente à concessão das seguintes dispensas: (i) inversão do quórum para o sucesso da OPA; (ii) leilão em bolsa de valores; (iii) contratação de instituição intermediária, desde que a ofertante contrate instituição para o controle operacional da OPA, esclarecendo, ainda, os procedimentos relacionados à apresentação do formulário de discordância, sem onerar o acionista minoritário com custos decorrentes do envio de expediente com Aviso de Recebimento; e (iv) elaboração e publicação de edital de oferta pública.

O Colegiado, nos termos da manifestação da área técnica, deliberou conceder as dispensas solicitadas, discordando unicamente quanto à mudança da base de cálculo para aferição do quórum invertido, nos termos propostos pela Lácteos do Brasil S.A.. Assim, o sucesso da OPA dependerá da não-discordância de 1/3 das ações do free float (e não da base do art. 16 da Instrução 361/02, que considera os acionistas que se habilitaram na OPA)."

(iii) 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 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 quorum específico para o seu sucesso."

Cabe ressaltar que, em todos os casos supramencionados, o Colegiado da CVM considerou salvaguardado o seguinte princípio previsto no inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361:

"Art. 4º, II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA"

Especificamente quanto à dispensa de publicação de edital, o Colegiado da CVM levou em consideração que os procedimentos diferenciados propostos nos precedentes acima atendiam à tutela da ampla divulgação da operação, nos termos do art. 11 da Instrução CVM 361.

Isso porque as operações previam a publicação de fato relevante que servisse de marco para os prazos previstos na Instrução CVM 361, que divulgasse a oferta e que fizesse remissão a sites onde se encontrava carta que seria encaminhada, ainda, por correio com aviso de recebimento aos destinatários da oferta. Tais cartas continham as informações exigidas pela Instrução CVM 361 nos instrumentos de OPA.

As OPA previam, ainda, que os minoritários se manifestassem mediante o preenchimento de documento próprio (formulário de manifestação, por exemplo), que, além de seguirem anexos às cartas, podiam ser encontrados para *down load* nos sites indicados.

Todos os custos decorrentes dos avisos de recebimento e das demais formalidades relativas às manifestações dos acionistas objeto foram assumidos pelos ofertantes das respectivas OPA.

Quanto à dispensa de realização de leilão, o Colegiado da CVM observou, nos precedentes supramencionados, que os documentos utilizados pelos ofertantes e pelos acionistas objeto das ofertas assemelhavam-se ao conjunto mínimo de documentos apresentado perante qualquer corretora de valores, em caso de leilão em bolsa.

No tocante à dispensa da contratação de instituição intermediária, o Colegiado da CVM considerou que a OPA de Hopi Hari contava com depósito do valor total da oferta em conta vinculada, a fim de garantir a sua liquidação financeira, enquanto a OPA de Parmalat contava com a contratação de instituição que garantisse o controle operacional da oferta.

Já na OPA de Excelsior, que não contava com as características apontadas acima (conta vinculada ou instituição que garantisse o controle operacional da OPA), embora esta área técnica tivesse se manifestado "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 da CVM "decidiu por conceder referida dispensa, tendo em vista que (aquela) OPA se (destinava) a cinco acionistas apenas e que não (contava) com quorum específico para o seu sucesso", nos termos da ata destacados acima.

Ademais, o Colegiado da CVM levou em consideração as seguintes características específicas para cada caso:

1- no precedente de Hopi Hari, a OPA era destinada a aquisição de 13.550.896 ações ordinárias, aproximadamente 0,22% do capital votante daquela companhia, detidas por 18 acionistas, pelo preço de R\$ 0,01 por lote de cem mil ações, mesmo valor pago aos antigos controladores, conferindo à OPA um valor total de R\$ 1,35, sem contar a correção prevista, caso todas as ações sejam adquiridas.

2- no precedente de Parmalat Brasil S.A.: (i) o baixo *free float* de aproximadamente 0,23% do capital social da companhia; (ii) a Parmalat encontrava-se em processo de recuperação judicial, à época; (iii) o fato de que um único acionista objeto da OPA, a Peaparr Empreendimentos e Participações Ltda, uma sociedade não operativa, cuja falência fora decretada em 2/8/2008, juntamente com sua controladora, a PPL Participações Ltda., detinha quase 99,991% do *free float*, restando apenas 0,009% das ações objeto nas mãos dos demais acionistas minoritários; (iv) o baixo valor total da OPA (aproximadamente R\$ 116.542,04); e (v) o alto grau de absentismo por parte dos acionistas objeto da OPA, que desde 1991 não participavam das assembleias gerais da companhia.

3- no precedente de Excelsior Alimentos S.A.: (i) a oferta era destinada a aquisição de 22.790 ações ordinárias, representativas de 0,80% do capital votante da companhia, detidas por 5 acionistas; (ii) o valor total da OPA era de R\$ 124.433,40, caso todas as ações objeto fossem alienadas, sem considerar a atualização prevista e as eventuais parcelas futuras, decorrentes das condições do negócio da alienação; e (iii) as ações objeto daquela OPA não eram registradas para negociação em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado.

De volta ao caso concreto, ressaltamos tratar-se de uma OPA por alienação indireta de controle, que não prevê *quórum* de sucesso, nem futuro pagamento adicional aos acionistas objeto que aderirem à oferta, e tão pouco a obrigação de a Ofertante "adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA, atualizado até a data do efetivo pagamento", "caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações" objeto, conforme prevê o § 2º do art. 10 da Instrução CVM 361 (*put*).

Desse modo, consideramos que o controle operacional da presente OPA é menos relevante do que nos precedentes das OPA de Parmalat e de Excelsior mencionados acima. Ademais, destacamos a previsão de o Itaú Unibanco S.A. receber cópia dos formulários de manifestação, com vistas ao controle operacional da presente oferta.

Quanto ao dever de a instituição intermediária garantir a liquidação financeira da OPA, conforme previsto no § 4º do art. 7º da Instrução CVM 361, concordamos com a alegação da Ofertante de que "não seria de se supor que a Companhia, após efetuar a Aquisição e o pagamento de mais de R\$ 4.000.000.000,00, tornasse a operação sem efeito devido a um pagamento que atingiria no máximo, cerca de R\$ 500.000,00".

Não obstante, verificamos que a Ofertante comprovou o depositou o valor total da OPA em conta vinculada no Itaú Unibanco S.A., com fins de garantir sua liquidação financeira.

Nosso entendimento é de que esse procedimento reflete a condição observada pelo Colegiado da CVM na concessão da dispensa de contratação de instituição intermediária na OPA de Hopi Hari supramencionada, e atende, ainda, ao objetivo pretendido pelo Colegiado da CVM, ao exigir a constituição de fiança para a conceder a dispensa de contratação de instituição intermediária em outro precedente, o da OPA por alienação de controle de Refinaria de Petróleos de Manguinhos S.A. (Processo CVM RJ-2009-0587 – ata de 14/07/2009), nos seguintes termos:

"O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no Memo/SRE/GER-1/Nº 143/09, e, ainda, tendo em vista os precedentes já autorizados, deliberou conceder as dispensas pleiteadas (i- elaboração de laudo de avaliação; e ii- contratação de instituição intermediária da OPA), desde que a substituição da contratação de instituição intermediária seja formalizada por meio da constituição de fiança em momento anterior à concessão do registro da oferta por esta CVM, ou ainda, alternativamente, celebrada fiança em momento anterior à publicação do instrumento de oferta pública, conforme proposta da Grandiflorum Participações S.A."

Ademais, há que considerar as características da presente oferta, bem como o procedimento diferenciado proposto pela Ofertante, nos seguintes termos:

- (i) oferta destinada a 115 acionistas, que visa à aquisição de 26.665 ações ordinárias de emissão da Companhia, representativas de 0,03% de seu capital votante e de 0,01% de seu capital social;
- (ii) o valor total da OPA de R\$ 517.034,35, caso todas as ações objeto sejam alienadas, sem considerar o ajuste de preço previsto;
- (iii) publicação de fato relevante que divulgue a oferta e faça remissão aos sites da Ofertante, da Companhia e da CVM, onde estarão disponíveis a carta convite, utilizada em substituição ao edital da OPA, a demonstração justificada de preço, prevista no inciso I do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361 e os formulários de manifestação, documentos previstos em substituição à realização do leilão;
- (iv) o envio da carta convite supramencionada aos acionistas objeto da oferta, mediante aviso de recebimento, a qual tem como anexos a demonstração justificada de preço e os formulários de manifestação;
- (v) preenchimento e envio dos formulários de manifestação, disponível nos sites da Ofertante e da Companhia, à Companhia e ao Itaú Unibanco S.A., por parte dos acionistas objeto que aceitarem a oferta;
- (vi) depósito do valor da oferta em conta vinculada no Itaú Unibanco S.A., feito pela Ofertante, com fins de garantir sua liquidação financeira. O Itaú Unibanco S.A. receberá, ainda, cópia dos formulários de manifestação, com vistas ao controle operacional da oferta; e
- (vii) assunção pela ofertante de todos os custos decorrentes do procedimento diferenciado proposto, como os avisos de recebimento e as demais formalidades necessárias para a manifestação dos acionistas objeto que aderirem à OPA.

Há que se considerar ainda que, caso a Ofertante siga o rito ordinário de OPA previsto na Instrução CVM 361, assumirá custo adicional na ordem de R\$ 583.000,00, com a contratação de instituição intermediária, a publicação de edital e a realização de leilão, conforme orçamento apresentado pela própria Ofertante.

Assim, considerando que se aplica ao presente caso o disposto no inciso II do § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361, conforme mencionado acima, que o procedimento diferenciado proposto pela Ofertante atende ao princípio previsto no inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361 supramencionado, que os custos incorridos no rito ordinário da OPA são elevados quando comparados ao valor total da mesma, e que a presente oferta guarda proporção com as características observadas nos precedentes supramencionados, manifestamo-nos favoravelmente às dispensas pleiteadas pela Ofertante.

V- Conclusão

Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo à SGE, solicitando que o pleito em tela seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora do caso, ressaltando desde já que nada temos a obstar quanto às dispensas de: (i) publicação de edital; (ii) contratação de instituição intermediária de OPA; e (iii) leilão em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, nos termos propostos pela Ofertante, dadas as especificidades do presente caso.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

Ricardo Maia da Silva

Gerente de Registros 1

De acordo, à SGE.

(Original assinado por)

Felipe Claret da Mota

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários