

Assunto: Possibilidade de unificação de ofertas públicas de aquisição de ações que visem, cumulativamente, à saída de nível de listagem que assegura práticas diferenciadas de governança corporativa e ao cancelamento de registro de companhia aberta.

Diretora Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Relatório

1. Este processo foi instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE em função de consulta formulada pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP^[1] àquela área técnica, solicitando a manifestação da SRE quanto à possibilidade de unificação de ofertas públicas de aquisição de ações que visem, cumulativamente, à saída de nível de listagem que assegura práticas diferenciadas de governança corporativa^[2] ("Saída de Nível") e ao cancelamento de registro de companhia aberta ("Cancelamento de Registro").
2. NET Serviços de Comunicação S.A. ("NET") e Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A. ("CCDI") protocolizaram pedidos de registro de OPAs^[3] que visavam tanto à Saída de Nível quanto ao Cancelamento de Registro. A OPA originalmente proposta pela NET visava, ainda, atender à regra do art. 254-A (OPA por Alienação de Controle).
3. Em linhas gerais, as ofertas propostas por NET e CCDI seguem o formato de OPAs Unificadas ^[4] aprovadas anteriormente pela SRE e pelo colegiado da CVM^[5], que não observaram qualquer quórum de adesão para que fosse possível a Saída de Nível, caso o quórum de Cancelamento de Registro não fosse alcançado.
4. Em 02.05.2012, Mauá Orion Equity Hedge Master Fundo de Investimento Multimercado ("Fundo Mauá Orion"), na qualidade de acionista da NET, apresentou reclamação contra o formato de OPA proposto pela NET^[6]. De acordo com o Fundo Mauá Orion, a cumulação das OPAs de Cancelamento de Registro e Saída de Nível, na forma proposta pela NET serviria como um mecanismo indevido de pressão aos acionistas minoritários, que seriam coagidos a aceitar os termos da oferta ainda que não concordassem com o preço que lhes foi ofertado. Nas palavras do reclamante:

"A Instrução CVM nº 361/2002, ao tratar das ofertas unificadas, deixa claro em seu artigo 34, §2º, que 'a CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.

O dispositivo é, portanto, claro, ao estabelecer a orientação que esta CVM deve seguir no contexto de qualquer análise de pedido de registro de OPA Unificada. No caso específico sob discussão, além dos requisitos regulares previstos na Instrução CVM nº 361/2002 e da compatibilização dos procedimentos das ofertas de cancelamento de registro e descontinuidade da listagem no Nível 2, a OPA pretendida não pode contemplar regras que signifiquem, na prática, condições piores que aquelas que lhes seriam oferecidas na hipótese de não unificação de OPA. Em outras palavras: se a unificação for importar em prejuízo, não poderá ser aprovada pela CVM.

No caso presente, é óbvia a intenção do controlador de utilizar a unificação das ofertas como instrumento de pressão para que os minoritários aceitem o cancelamento. (...)

Caso o cancelamento de registro não obtenha a aceitação mínima de 2/3 das ações em circulação, basta que o controlador já tenha aprovado, em assembleia, a saída no Nível 2, para que a companhia não mais participe do segmento especial de listagem (sujeito, evidentemente, aos procedimentos de saída). Ao aprovar as duas propostas simultaneamente, o minoritário passa a ter de fazer a seguinte escolha: (i) vender sua participação na companhia no contexto do fechamento de capital, ou (ii) ficar em uma companhia aberta, porém sem práticas diferenciadas de governança, com todos os óbvios reflexos negativos em termos de valor e liquidez.

A intenção do acionista controlador é, evidentemente, o cancelamento de registro. Trata-se de um objetivo perfeitamente lícito e compreensível. Pode até, a rigor, ser do interesse da companhia, seja pela eliminação de custos típicos de companhia aberta, seja por não haver pretensão de realizar emissões no futuro, seja por possível dificuldade em manter níveis mínimos de liquidez.

(...)

Ocorre que, conforme se depreende da proposta submetida e aprovada pelo acionista controlador na Assembleia, a decisão do acionista controlador não se baseará simplesmente no valor oferecido, como deve ser o caso em uma proposta de fechamento de capital. Por ter sido aprovada a descontinuidade da listagem no Nível 2, os destinatários da oferta de cancelamento de registro já sabem que, uma possível rejeição da OPA de cancelamento de registro pode lhes significar a titularidade de ações de uma companhia em condições substancialmente distintas, com práticas de governança e transparência de qualidade inferior.

Vê-se, assim, que o controlador não poderia ter incluído na pauta da Assembleia, e muito menos ter aprovado, a descontinuidade das práticas diferenciadas de governança corporativa do Nível 2. Este item foi incluído com o objetivo único de apresentar forte desincentivo, uma autêntica ameaça aos destinatários da oferta, que dificilmente decidirão de forma livre, analisando o preço exclusivamente em função do valor da companhia, como deveria ser. Trata-se, à toda prova, de um expediente encontrado pelo acionista controlador para fazer tábula rasa da garantia legal prevista no art. 4º-A da lei das S.A..

Não se pode permitir, portanto, que prevaleça a aprovação da descontinuidade da listagem no Nível 2 através de OPA que seria realizada de

forma unificada àquela destinada ao cancelamento do registro de companhia aberta.

O voto do acionista controlador em favor da descontinuidade do Nível 2 não tem outra finalidade senão a de melhorar o prognóstico de sucesso de proposta de seu interesse, qual seja, a de fechar o capital da companhia.

(...)

Portanto, como esclarecido acima, ao unificar uma oferta, o ofertante deveria, como forma de se assegurar tratamento equitativo aos acionistas destinatários, seguir os procedimentos da oferta que possuir critérios mais rigorosos, ficando a unificação sujeita à inexistência de prejuízo aos seus destinatários (...)."

5. A reclamação do Fundo Mauá Orion estava em linha com o posicionamento da Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC, que em 10.04.2012 divulgou Deliberação [7](#) com o seguinte teor:

"A saída de uma companhia níveis diferenciados de governança corporativa está sujeita a regime, em princípio, diverso, porém complementar ao das ofertas públicas (OPA) reguladas pela IN CVM 361, com condicionantes muito diferentes. A deslistagem dos níveis diferenciados de governança corporativa é decidida em assembleia de acionistas, vinculada à realização de OPA na qual todos os acionistas tenham direito de vender suas posições ao valor econômico. Já as ofertas tradicionais, reguladas pela IN 361, visam proteger o acionista contra o chamado "fechamento branco de capital", impondo restrições no caso do não atingimento de percentual de 2/3 das ações em circulação.

A Amec, após diversos debates internos e ativa interação com outras entidades do mercado de capitais, está convencida de que a eventual oferta unificada para cancelamento de registro de companhia aberta, feita de forma conjunta com a saída dos níveis diferenciados de governança corporativa, deve estar sujeita aos critérios mais restritos dentre aqueles listados pelas normas regulatórias e autorregulatórias a que estão sujeitas tais companhias, sendo a estrita observância a tais normas a melhor forma de propiciar a devida proteção aos acionistas, investidores e, em última análise, ao mercado mobiliário brasileiro como um todo. O atingimento de ambos os objetivos deve, portanto, ficar sujeito a (1) aprovação em assembleia e (2) aceitação da oferta por mais que 2/3 as ações em circulação. Caso a segunda condição não seja atingida, não deve ser permitido nem o cancelamento do registro, nem a saída dos níveis diferenciados de governança corporativa, e a aquisição de ações deve estar limitada a 1/3 das ações em circulação, na forma da IN CVM 361. Interpretação diferente ensejaria a possibilidade de "fechamento branco de capital" em empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa, com pesadas conotações negativas para o mercado.

Caso a fração de 2/3 não seja obtida, é facultado ao ofertante, contudo, executar uma segunda oferta, com o objetivo exclusivo de promover a deslistagem dos níveis diferenciados de governança corporativa. Neste momento, a deslistagem pode ocorrer com qualquer nível de adesão à oferta – e a mesma pode contar com a isenção dos limites quantitativos supramencionados, conforme previsto no Artigo 35 da IN CVM 361. Permanece a necessidade de nova decisão em assembleia, tendo em vista as prováveis alterações na base acionária depois da primeira oferta.

A Amec alerta, porém, que a deliberação assemblear sobre a saída dos níveis diferenciados de governança corporativa está sujeita a todas as regras societárias do País, inclusive o Artigo 115 da Lei 6.404. Neste sentido, todo acionista que votar a favor da saída dos níveis diferenciados de governança corporativa deve poder comprovar, antecipadamente, que este voto é proferido no interesse da companhia, e não no interesse do acionista – seja ele controlador/ofertante, ou minoritário/vendedor.

A autoridade competente para julgar a justificativa do voto pela saída dos níveis diferenciados de governança corporativa é a Câmara de Arbitragem do Mercado, em cuja extrema especialização e isenta atuação repousa a esperança de uma atuação preventiva na defesa dos interesses do mercado de capitais brasileiro."

6. Instada pela área técnica a se manifestar, a NET alegou o seguinte:

"63. (...) a questão da cumulação das ofertas se justifica por uma questão de redução dos custos inerentes a realização de uma oferta pública.

64. Com efeito, a realização de duas novas ofertas públicas – procedimentos custosos que envolvem, dentre outros, a elaboração de laudos, contratação de assessores financeiros e legais, pagamento de taxas – para adquirir uma quantidade tão pequena de ações, seria completamente injustificável e terminaria por trazer um ônus significativo e desnecessário para os acionistas do controlador da NET, que, como se sabe, também é uma companhia aberta.

65. Nessa linha, é importante notar que a própria Instrução CVM nº 361/2002, em seu artigo 34, §1º, I, prevê a "concentração extraordinária" de ações como exemplo de situação excepcional que pode ensejar a dispensa ou aprovação de procedimento diferenciado para realização de oferta pública [8](#).

66. Ora, no caso da NET, o baixo float seria razão mais do que suficiente para permitir a adoção de procedimento diferenciado, que consistisse na permissão para cumulação das ofertas públicas para saída do Nível 2 e para cancelamento de registro.

67. Como se não bastasse isso, a possibilidade de cumulação das ofertas públicas da companhia para saída do Nível 2 e para cancelamento de registro encontra guarida também no artigo 34, §2, da Instrução CVM nº 361/2002, que expressamente prevê a possibilidade de unificação de ofertas, desde que: (a) seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA; e (b) não haja prejuízo para os destinatários da oferta. [9](#)

68. No caso aqui debatido, há pleno atendimento aos pressupostos previstos no citado artigo 34, §2, da Instrução CVM nº 361/2002, em que pese as infundadas alegações constantes da Reclamação acerca da existência de prejuízo para os destinatários da oferta.

69. De fato, a Reclamação é permeada de afirmações que relacionam a realização de oferta pública unificada a 'prejuízos', 'pressão' ou até 'abuso', sem que seja exposto de forma minimamente coerente por que este procedimento seria prejudicial aos destinatários da oferta. Isso decorre do simples fato de que inexistente qualquer dano, mas apenas uma tentativa dos Reclamantes de tumultuar o processo que se encontra em curso.

70. Nesse sentido, é simples se demonstrar que a realização de oferta pública para cancelamento de registro, seguida de uma nova oferta pública para saída do Nível 2 – conforme proposto pelos Reclamantes – não modifica em nada a situação que os destinatários da oferta enfrentariam na hipótese de realização de oferta pública unificada.

71. Nota-se que, em qualquer dos dois casos, após a realização de uma ou de duas ofertas, conforme o caso, as alternativas dos acionistas

minoritários permanecem as mesmas: (a) ou se juntam em bloco e impedem o cancelamento de registro, permanecendo acionistas de uma companhia que se encontra fora do Nível 2 – como resultado da oferta pública unificada ou da oferta pública para saída do Nível 2, conforme o caso; ou (b) alienam suas ações por preço justo, calculado de acordo com as normas previstas na Lei 6.404/76, na Instrução CVM nº 361/2002 e no Regulamento do Nível 2.

72. É certo assim que a realização de oferta pública unificada da NET em nada compromete, ou embarça, a regular defesa dos acionistas minoritários que, confrontando seus interesses com os da companhia, resolvam preservar os primeiros, ainda que, para isso, tenham que se utilizar de subterfúgios, como é o caso típico desta Reclamação.

73. A realização de oferta pública unificada igualmente não representa prejuízo financeiro para os acionistas minoritários, na medida em que será oferecido aos destinatários da oferta o maior dentre os preços calculados de acordo com as regras específicas aplicáveis às ofertas públicas por alienação de controle, às ofertas públicas para saída do Nível 2 e às ofertas públicas para cancelamento de registro. (...)"

7. Os argumentos do Fundo Mauá Orion e da Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC foram acolhidos pela SRE, que no MEMO/SRE/GER-1/Nº 58/2012 reviu o seu entendimento e se manifestou contrariamente à possibilidade de se unificar ofertas que tenham cumulativamente as finalidades de Saída de Nível e de Cancelamento de Registro, nas condições observadas nos precedentes, sobretudo quanto à ausência de qualquer quórum de sucesso para a Saída de Nível e à inobservância para a aquisição dos limites de 1/3 e 2/3, previstos nos incisos I e II do art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002. Segundo a área técnica:

"Dadas as características apontadas acima para cada OPA (Cancelamento de Registro e Saída de Nível), reiteramos não ser adequada a realização de uma única oferta visando a essas duas finalidades, da forma como se procederam as ofertas mencionadas nos precedentes acima, que não observaram qualquer quórum de adesão para que fosse possível a Saída de Nível, caso o quórum de Cancelamento de Registro não fosse alcançado.

Isso porque estaríamos diante de uma situação em que outro fator (o temor pela Saída de Nível) influenciaria indevidamente os acionistas objeto de uma OPA para Cancelamento de Registro a "vender suas ações mesmo quando ele acredita que o preço oferecido é insuficiente", por saber "que o resultado da oferta – sobre o qual ele, sozinho, tem pouca influência – pode (...) afetar negativamente o valor das ações que não forem adquiridas na OPA (...)", conforme consta do Edital 02/2010.

Tais acionistas estariam coagidos a aderir à oferta unificada, não por concordarem, necessariamente, com o cancelamento de registro da companhia objeto ou com o preço ofertado na mesma (...), mas por temerem permanecer numa companhia que já estaria apta a sair do segmento diferenciado de governança corporativa, independentemente do quórum de aceitação obtido na OPA.

O referido temor encontra fundamento na presunção de que o mercado atribuiria maior valor às ações de companhia listada em segmento diferenciado de governança corporativa da BM&FBovespa, e que tal valor seria afetado negativamente em caso de descontinuidade.

Nesse caso, a possibilidade da opção de venda constante do § 2º do art. 10 da Instrução CVM nº 361/2002 não teria qualquer influência, pois a preocupação dos acionistas objeto permaneceria, qual seja, a de que a oferta não alcançasse o quórum de aceitação para o Cancelamento de Registro (inciso II do art. 16 da Instrução CVM nº 361/2002), caso em que o acionista remanescente teria o direito à referida opção, mas ainda assim já estaria apta a sair do segmento diferenciado de governança corporativa.

Em suma, a coerção aos acionistas objeto de OPA para Cancelamento de Registro, que a CVM procura minimizar no estabelecimento das regras que publica, estaria presente nos casos de realização de uma única oferta que visasse às duas finalidades cumulativamente, sem que a Saída de Nível carecesse do mesmo quórum de sucesso previsto para o Cancelamento de Registro (inciso II do art. 16 da Instrução CVM nº 361/2002), caracterizando-se em prejuízo aos titulares de ações em circulação, em desacordo com o que preceitua o § 2º do art. 34 da norma.

Provocando uma forte adesão à oferta por parte dos acionistas objeto, esse fenômeno da coerção favoreceria ao ofertante na consecução de seu objetivo, o cancelamento de registro da companhia, sem, contudo, observar ao princípio da necessidade de se "assegurar tratamento equitativo aos destinatários", a fim de que possam tomar "uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA", nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM nº 361/2002."

8. Diante do exposto, a SRE propõe que as OPAS Unificadas que visem ao Cancelamento de Registro e à Saída de Nível somente sejam aprovadas caso "as condições mais protecionistas de cada modalidade de OPA fossem preservadas, com vistas a atender ao disposto no § 2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002".
9. Posteriormente, NET e CCDI reformularam as suas propostas de OPA. A NET propõe realizar uma única OPA por Alienação de Controle e para Saída de Nível enquanto a CCDI realizou uma OPA apenas para Cancelamento de Registro^[10]. Embora não existissem outros pedidos de registro de OPA Unificada que visem, cumulativamente, à Saída de Nível e ao Cancelamento de Registro, a SRE, através do MEMO/SRE/GER-1/Nº 65/2012, solicitou que o Colegiado da CVM manifestasse seu entendimento quanto à possibilidade ou não de se realizar uma OPA Unificada para essas duas modalidades, "tendo em vista a relevância do tema e a expectativa de eventuais pleitos futuros".

É o relatório.

Voto

I. Introdução

10. A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE solicitou que o Colegiado da CVM manifestasse seu entendimento quanto à possibilidade de realização de uma única oferta pública de aquisição de ações ("OPA") que vise, cumulativamente, ao cancelamento de registro de companhia aberta ("Cancelamento de Registro") e à saída de nível de listagem que assegura práticas diferenciadas de governança corporativa ("Saída de Nível").
11. Os requisitos estipulados nos regulamentos de listagem do Nível 2 de Governança Corporativa e do Novo Mercado para a Saída de Nível ^[11]

são, como se sabe, substancialmente menos onerosos para o ofertante do que aqueles estipulados na Lei 6.404/76 e nas Instruções CVM 361/2002 e 480/2009 para o Cancelamento de Registro. Com efeito, a Saída de Nível pode ser implementada independentemente da aprovação dos acionistas minoritários, desde que (1) a operação seja submetida à assembleia geral (na qual o controlador poderá votar) e (2) o controlador ou a companhia lance uma oferta pública a todos os demais detentores de ações da companhia pelo valor econômico^[12] a ser determinado por instituição financeira escolhida pelos minoritários em assembleia geral, dentre três nomes indicados pelo conselho de administração. Por fim, os Regulamentos de Listagem do Nível 2 e do Novo Mercado exigem que o conselho de administração apresente parecer prévio fundamentado sobre a OPA, manifestando opinião favorável ou contrária à aceitação da oferta pública de aquisição, bem como o seu entendimento quanto: (i) à conveniência e oportunidade da oferta quanto ao interesse do conjunto dos acionistas e em relação à liquidez dos valores mobiliários de sua titularidade; (ii) às repercussões da oferta sobre os interesses da companhia; (iii) aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à companhia; e (iv) outros pontos que considerar pertinentes^[13].

12. Já o Cancelamento de Registro somente pode ser implementado caso seja precedido de uma OPA, a preço justo, tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia objeto. Exige-se, ainda, que acionistas titulares de mais de 2/3 das ações em circulação^[14] vendam suas ações na OPA ou concordem expressamente com o Cancelamento de Registro. Por fim, estabeleceu-se uma série de salvaguardas visando proteger os minoritários contra o Cancelamento de Registro, dentre as quais o direito de solicitar um novo laudo (art. 4-A da Lei 6.404/76^[15]), mecanismos de proteção à liquidez (art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002^[16]) e uma opção de venda para os acionistas destinatários que não alienem suas ações na OPA (*put*) (art. 10, § 2º da Instrução CVM nº 361/2002 ^[17]).
13. As últimas propostas de realização de uma única OPA que visavam, cumulativamente, ao Cancelamento de Registro e à Saída de Nível Diferenciado de Listagem foram objeto de forte reação por parte de minoritários, que alegaram que a aglutinação das duas modalidades de oferta resultaria em uma oferta coercitiva. A alegada coerção adviria do fato de que os minoritários tenderiam a aceitar o Cancelamento de Registro uma vez que a Saída de Nível, contra qual não podem se opor, iria diminuir o valor de suas ações.
14. Revendo o posicionamento anteriormente esposado pela própria área técnica e referendado por este Colegiado ^[18], a SRE concordou com os argumentos trazidos pelos reclamantes e propôs que a concessão de registro para uma OPA Unificada que vise ao Cancelamento de Registro e à Saída de Nível passe a ser condicionada à formulação de uma oferta que mantenha as condições mais protecionistas de cada uma das modalidades de OPA que o ofertante pretender aglutinar. Até hoje, a CVM permitiu a unificação de OPAs para Cancelamento de Registro e Saída de Nível que mantivessem, para cada modalidade, os seus próprios requisitos.
15. Embora entenda que a aglutinação de OPAs que visem à Saída de Nível e ao Cancelamento de Registro possa, em determinadas circunstâncias, ser percebida com o intuito de coagir os minoritários a aceitarem o fechamento de capital, acredito que a medida adequada para solução desse potencial problema não é a proibição das OPAs Unificadas ou mesmo na imposição da exigência de que a OPA Unificada contenha os requisitos mais rigorosos de cada uma das modalidades.

II. Requisitos para realização de uma OPA Unificada: Exegese do §2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002

16. Os requisitos para a realização de uma OPA Unificada encontram-se fixados no §2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002, segundo o qual "a CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta". Da leitura do referido dispositivo depreende-se existir duas pré-condições para a unificação de mais de uma modalidade de OPA em uma única oferta, quais sejam: (i) a OPA Unificada deve compatibilizar os procedimentos de cada uma das modalidades que abarcar, e (ii) a unificação não pode causar prejuízo aos destinatários da oferta.
17. Entendo que o primeiro e o segundo requisitos são complementares, cuidando o primeiro dos aspectos formais (procedimentos), e o segundo, dos resultados concretos da unificação (substância^[19]).

II.1. Compatibilização dos procedimentos

18. Em primeiro lugar, o art. 34, §2º da Instrução CVM nº 361/2002 determina que modalidades distintas de OPA somente podem ser aglutinadas caso os seus procedimentos possam ser compatibilizados. Afinal, as diferentes modalidades de OPA possuem ritos e requisitos diferenciados em razão das circunstâncias e desafios que lhes são peculiares e a unificação não deve frustrar as proteções específicas de cada rito.
19. O que significa a compatibilização de procedimentos? Focando por ora somente no aspecto procedimental, entendo que uma OPA Unificada pode, a princípio, prever procedimentos diferenciados para cada modalidade, desde que determinado procedimento não frustre os objetivos do procedimento estipulado para a outra OPA. De acordo com o Dicionário Aurélio, são compatíveis elementos que podem coexistir, que sejam conciliáveis. Assim, a exigência de compatibilização de procedimentos não se traduz necessariamente na obrigatoriedade de que a oferta adote um único procedimento para todas as modalidades de OPA que serão unificadas. Disso decorre, também, que em uma OPA Unificada, algumas modalidades podem ser bem sucedidas e outras não.
20. Nesse ponto, portanto, discordo das manifestações do Fundo Mauá Orion, da AMEC e da própria SRE, que defendem que na unificação das OPAs para Cancelamento de Registro e para Saída de Nível deve-se adotar as condições mais protecionistas de cada modalidade de OPA. No meu entender, a exigência de que os procedimentos de cada uma das modalidades de OPA sejam compatibilizados na OPA Unificada não se

traduz na obrigação de formatar uma oferta que reúna as cláusulas mais benéficas aos destinatários, mas sim na exigência de que a aglutinação não inviabilize os requisitos estabelecidos na lei, nos normativos da CVM ou nos regulamentos de listagem para cada modalidade de OPA – que visam, repito, enfrentar os problemas específicos de cada oferta. A unificação das OPAs será a solução mais eficiente (produzindo um ótimo de Pareto^[20]) e deverá ser autorizada quando estivermos diante de uma situação em que é possível gerar um benefício para o ofertante sem qualquer prejuízo para os destinatários da OPA.

21. Feitos esses comentários de cunho conceitual, passo a analisar se os requisitos para a Saída de Nível estipulados nos Regulamentos de Listagem dos Níveis Diferenciados são incompatíveis com os procedimentos para Cancelamento de Registro estipulados na Lei 6.404/76 e na Instrução CVM nº 361/2002, ou se ambos podem coexistir no âmbito de uma única oferta.
22. Vejo um único conflito entre a exigência feita nos Regulamentos de Listagem do Nível 2 e do Novo Mercado e a regra para Cancelamento de Registro do art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002. A OPA para Saída de Nível é destinada a todos os minoritários, que terão o direito de vender as ações ao ofertante independentemente da adesão dos demais acionistas. Já a regra do art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002 determina que caso a OPA seja aceita por mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, o ofertante somente poderá adquirir até 1/3 das ações ou desistir da oferta^[21]. Assim, para satisfazer a OPA para Saída de Nível, se o mercado adere com fração entre 1/3 e 2/3 das ações em circulação, o ofertante terá que adquirir exatamente a quantidade ofertada, o que não é possível na OPA para cancelamento de registro na qual o ofertante ficaria restrito a adquirir 1/3 das ações em circulação. Observe-se que impedir numa OPA de Saída de Nível a compra da totalidade das ações ofertadas pelo mercado significaria impor ao acionista minoritário uma perda patrimonial referente à perda do "prêmio" pago pela listagem em segmento nobre daquelas ações que não fossem adquiridas devido à regra limitando a compra a 1/3.
23. Em razão do art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002, a OPA para Saída de Nível somente poderia ser realizada (a) através de uma oferta condicionada à aceitação de menos de 1/3 ou de mais de 2/3 das ações em circulação ou (b) caso as exigências de limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas sejam previamente dispensadas pela CVM, hipótese expressamente prevista no artigo 35 da referida instrução^[22]. A regra do artigo 35 da Instrução CVM nº 361/2002, contudo, somente é aplicável para OPAs de Saída de Nível que "não impliquem cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários".
24. Embora a dispensa do artigo 35 da Instrução CVM nº 361/2002 não seja aplicável a ofertas que impliquem também no Cancelamento de Registro, o artigo 34 do mesmo normativo permite ao Colegiado da CVM dispensar ou aprovar procedimentos ou formalidades relacionados a determinada OPA, quando existirem situações excepcionais. Esse me parece, a princípio, ser o caso de companhias que, embora listadas nos segmentos diferenciados, possuem uma reduzida porção de suas ações em circulação em razão de operações societárias realizadas anteriormente com fins legítimos e em estrita observância às regras aplicáveis, especialmente quando as ações que remanescem em circulação estão concentradas nas mãos de alguns poucos investidores. Em casos como esse, e assumindo que tanto o Cancelamento de Registro quanto a Saída de Nível sejam do interesse da companhia, acredito ser possível, observadas é claro as particularidades de cada caso concreto, autorizar a aglutinação das OPAs para Cancelamento de Registro e Saída de Nível.
25. Assim, entendo que o Colegiado pode, com base no caput do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/2002, vir a afastar a incidência das limitações impostas pelo artigo 15 do mesmo normativo em determinadas OPAs Unificadas que visem tanto à Saída de Nível quanto ao Cancelamento de Registro, como, aliás, já o fez em alguns precedentes^[23]. Essa dispensa naturalmente não será concedida automaticamente, mas com base em uma análise circunstanciada que vise confirmar a existência de situações excepcionais que justifiquem o pleito. São mantidas, por óbvio, as salvaguardas da OPA para cancelamento de registro, tais quais a possibilidade de pedido de realização de nova avaliação, revisão de preço, e a obrigação de adquirir as ações remanescentes pelo prazo de três meses conforme disposto na Lei e na Instrução CVM Nº 361.

II.2. Ausência de prejuízos aos destinatários da oferta decorrentes da unificação

26. O segundo requisito previsto no §2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002 para que seja autorizada a realização de uma única OPA visando a mais de uma finalidade é que nenhum prejuízo para os destinatários da oferta advinha da unificação. Ou seja, a unificação não pode resultar em um cenário no qual os destinatários da OPA estejam em uma situação pior do que no cenário em que cada uma das modalidades de OPA é conduzida através de uma oferta independente. Assim, se a situação prejudicial ao acionista minoritário existe tanto com a realização de duas OPAs separadas quanto com a realização de uma única OPA Unificada, a OPA Unificada pode ser permitida, pois da unificação não decorre nenhum prejuízo aos acionistas. Diante do exposto, a análise sobre um pedido de unificação de OPA deve ser feita a partir da comparação da situação dos minoritários em um cenário em que as OPAs são conduzidas de modo independente e a situação dos minoritários caso fosse realizada a OPA Unificada.
27. As últimas tentativas de realização de uma OPA Unificada para Cancelamento de Registro e Saída de Nível enfrentaram queixas que alegavam que a unificação, nos termos propostos, coagiria os destinatários da oferta a aderir-la, aprovando o Cancelamento de Registro, uma vez que os titulares das ações em circulação saberiam, no momento que o cancelamento lhes era proposto, que caso optassem por manter suas ações teriam um papel negociado em um segmento "menos nobre" de listagem.
28. É inegável que o anúncio de Saída de Nível cria uma forte insatisfação para os titulares das ações em circulação. Entendo que essa insatisfação é fruto da passagem da listagem para segmento "menos nobre" e que a percepção de pressão por parte dos minoritários decorre de regra de saída de segmento constante do Novo Mercado. Em outras palavras, a insatisfação e a percepção de pressão também existiriam no caso de

OPA formulada exclusivamente para a Saída de Nível. Afinal de contas, uma ação que é negociada com prêmio por estar listada em nível diferenciado de governança perderá esse valor adicional quando passar a ser listada em outro segmento. Existe a premissa de que a listagem em um segmento diferenciado gera um valor adicional para determinada ação, pois, se assim não fosse, não haveria a pressão no caso da Saída de Nível[24]. Devemos assumir que o investidor, ao precificar as melhorias de governança proporcionadas pelo nível diferenciado de listagem também inclui na sua conta eventuais fragilidades do regulamento, como, por exemplo, a possibilidade do controlador decidir promover a deslistagem sem que os minoritários possam se opor. Esse ponto é importante, pois não cabe à CVM criar empecilhos para ofertas de Saída de Nível que observem os requisitos estabelecidos no regulamento de listagem aplicável e na lei societária (o interesse da companhia tem grande importância nesse ponto, como destacarei a seguir). Quer com OPA Isolada ou OPA Unificada, a Saída de Nível será percebida com insatisfação pelo acionista minoritário.

29. Feita essa observação, entendo que a pressão aos destinatários inerente à OPA para Saída de Nível só tornaria essa modalidade incompatível (e, portanto, impossível de aglutinar) com outra modalidade de OPA, caso essa pressão criasse um prejuízo para os destinatários das demais modalidades de OPA que se pretendesse unificar com a OPA para a Saída de Nível que não existiria caso cada oferta fosse conduzida de maneira independente. Conforme detalharei nos próximos parágrafos, entendo que na hipótese em que tanto a OPA para Saída de Nível quanto a OPA para Cancelamento de Registro forem do interesse da companhia, a realização de uma única que vise simultaneamente as duas modalidades não gera nenhum prejuízo real aos destinatários da oferta, podendo, portanto, ser autorizada desde que sua estrutura compatibilize os procedimentos específicos de cada modalidade (vide item II.1 acima).
30. Para ilustrar o meu argumento, proponho comparar o cenário em que as OPAs para Saída de Nível e para Cancelamento de Registro são realizadas simultaneamente com um cenário em que o controlador já decidiu proceder tanto ao Cancelamento de Registro quanto à Saída de Nível, mas que decide realizar uma OPA independente para cada uma das modalidades[25]. Assumirei, nesse exercício, que tanto o Cancelamento de Registro quanto a Saída de Nível estariam sendo feitos em observância ao interesse da sociedade (ponto que avaliarei no próximo item deste voto).
31. No cenário em que o controlador já tomou a decisão de promover o Cancelamento de Registro e a Saída de Nível e decide não realizar uma oferta unificada, o ofertante estaria obrigado a divulgar, nos documentos relacionados à primeira OPA, a sua intenção de realizar a segunda OPA. De acordo com a Instrução CVM nº 361/2002, as ofertas públicas de aquisição devem ser realizadas "de modo 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"[26]. A instrução determina, ainda, que o ofertante é "responsável pela veracidade, qualidade e suficiência das informações fornecidas à CVM e ao mercado, bem como por eventuais danos causados à companhia objeto, aos seus acionistas e a terceiros, por culpa ou dolo, em razão da falsidade, imprecisão ou omissão de tais informações", devendo incluir no instrumento da OPA "declarações do ofertante e da instituição intermediária de que desconhecem a existência de quaisquer fatos ou circunstâncias, não revelados ao público, que possam influenciar de modo relevante os resultados da companhia objeto ou as cotações das ações objeto da OPA[28]".
32. Entendo ser evidente que nos casos em que serão realizadas duas OPAs distintas, uma para Cancelamento de Registro e uma para Saída de Nível, a informação sobre a intenção de realizar a segunda oferta é relevante para que os investidores possam avaliar a primeira oferta e deve, portanto, ser divulgada nos documentos relacionados a primeira OPA[29]. A jurisprudência desse Colegiado é pacífica no sentido de que uma informação pode ser relevante ainda que seja referente a um ato ou fato ainda não definitivo ou formalizado. Nos casos em que a informação se refere a um fato ainda não concluído, a avaliação sobre a relevância da informação deve ponderar a magnitude do evento pela probabilidade da sua efetivação[30]. Na hipótese em exame, há uma alta probabilidade de a segunda OPA ocorrer, uma vez que o controlador já tomou a decisão de realizá-la[31] (naturalmente, a decisão pode vir a ser revista no futuro, por exemplo, em razão das condições de mercado, o que não me parece prejudicar a conclusão sobre a relevância da informação). Quanto à magnitude, é indiscutível que tanto o cancelamento do registro quanto a saída do nível diferenciado de governança têm impacto relevante para os investidores minoritários.
33. Assim, para cumprir com o dever de informar estabelecido na Instrução CVM nº 361/2002, o ofertante que pretende realizar OPAs distintas para Cancelamento de Registro e Saída de Nível deve necessariamente indicar no edital da primeira OPA a informação de que pretende realizar a segunda OPA (caso a primeira OPA seja a de Cancelamento de Registro, a realização da OPA de Saída de Nível naturalmente estará condicionada ao fracasso da primeira).
34. Esse aviso teria uma natureza inegavelmente coercitiva, uma vez que pressionaria os investidores a aderirem à primeira oferta seja ela qual fosse. A solução para esse problema não pode ser manter o minoritário às escuras com relação a um evento relevante que o ofertante sabe que irá ocorrer no futuro. A coerção, repito, existe em razão da regra dos regulamentos de listagem e, nos casos em que a Saída de Nível for legal e autorizada pelo Regulamento de Listagem, não temos como eliminá-la.
35. Concluindo o exercício que propus acima, se decidíssemos que as OPAs para Cancelamento de Registro e para Saída de Nível não poderiam ser unificadas teríamos dois possíveis cenários:

- a. O controlador decide realizar primeiramente a OPA para Cancelamento de Registro: Nesse cenário, a informação constante do edital de que o Controlador realizará a OPA para Saída de Nível caso o registro de companhia aberta não possa ser cancelado terá o mesmo efeito coercitivo que teríamos na OPA Unificada que visasse simultaneamente às duas modalidades.
- b. O controlador decide lançar primeiramente a OPA para Saída de Nível: Pelos mesmos motivos expostos acima, entendo que o edital da primeira oferta deverá conter informação sobre a intenção do ofertante de realizar a OPA para Cancelamento de Registro no momento subsequente. Nesse caso, contudo, os detentores das ações em circulação saberão que poderão vetar a segunda operação, mas possivelmente argumentarão que a realização da OPA de saída de nível antes do cancelamento de registro terá por objetivo depreciar o valor da ação antes da realização da oferta para fechamento de capital.
36. Para encerrar este item, gostaria de enfrentar um argumento que não foi levantado nas manifestações. O artigo 14 da Instrução CVM nº 361/2002 determina que caso a segunda OPA seja realizada em um intervalo menor do que 1 (um) ano, os acionistas que tiverem aderido à primeira oferta terão direito às mesmas condições que forem oferecidas na segunda OPA. Caso essa seja mais vantajosa, existiria uma suposta vantagem para os destinatários da oferta em obrigar o ofertante a realizar duas OPAs separadas. Entendo que nas hipóteses em que já existe a decisão de realizar OPAs para Cancelamento de Registro e para Saída de Nível, e se decide realizar as duas OPAs de modo segregado, a regra do artigo 14 pode ser interpretada tanto como uma proteção quanto como uma forma de coagir os acionistas a aderirem à primeira oferta. Afinal, o acionista não sabe *ex-ante*, se a primeira oferta oferecerá um preço melhor do que a segunda. Caso a OPA para Saída de Nível seja a primeira a ser lançada, os titulares das ações em circulação podem entender ser favorável aderir a essa oferta uma vez que o preço que será ofertado na segunda oferta não embutirá mais o prêmio que naquele momento existe em decorrência da listagem no nível diferenciado, além da provável redução da liquidez.
37. Por outro lado, caso a OPA para Cancelamento de Registro seja a primeira a ser lançada, os titulares das ações em circulação podem entender ser favorável aderir a essa oferta, uma vez que as regras da Instrução CVM nº 361/2002 permitem aos minoritários ter mais interferência no preço (pois podem solicitar um segundo laudo e tem o controle sobre o sucesso da OPA). Já no anúncio da primeira OPA, o acionista minoritário se sentirá pressionado, pois a destruição do prêmio pela listagem no segmento nobre já se concretizará em razão do anúncio. Ou seja, independentemente da ordem da realização das OPAs, o estrago está feito. Nesse cenário de incerteza, me parece ser possível que a impossibilidade de unificação das OPAs de fato prejudique o minoritário, na medida em que o coage a aderir à primeira OPA.
38. Diante do que expus, entendo que caso o interesse da companhia suporte tanto a Saída de Nível quanto o Cancelamento de Registro, e os procedimentos estabelecidos na lei societária, na Instrução CVM nº 361/2002 e no regulamento do nível diferenciado aplicável sejam observados e compatibilizados, entendo que a unificação das OPAs para Saída de Nível e para Cancelamento de Registro não criam nenhum prejuízo aos acionistas, não havendo razão para proibi-la quando existirem situações excepcionais que permitam a aplicação do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002.

III. Interesse da sociedade, deveres fiduciários dos administradores e deveres dos acionistas controladores no contexto do Cancelamento de Registro e Saída de Nível.

39. Por fim, acho importante ressaltar que tanto o Cancelamento de Registro quanto a Saída de Nível somente podem ser realizados se forem do interesse da companhia. Como se sabe, a Lei 6.404/1976 determina que a atuação dos administradores^[32], acionistas controladores^[33] e dos demais acionistas^[34] deve sempre se pautar pelo interesse da companhia. A meu ver, nessa obrigação reside a principal proteção aos minoritários no contexto do Cancelamento de Registro ou de Saída de Nível, independentemente de tais medidas estarem sendo tomadas através de OPAs sucessivas ou mediante uma OPA Unificada.
40. No contexto de uma OPA Unificada, evidentemente o interesse social deve suportar cada uma das modalidades que se pretende aglutinar. Caso contrário, a unificação das OPAs serviria para que o controlador pudesse realizar uma OPA que não poderia ser realizada de modo independente, e estaríamos diante de uma situação na qual a unificação das ofertas resultaria em prejuízo aos destinatários, hipótese vedada pelo §2º do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/2002.
41. Sobre os motivos que podem fazer com que o cancelamento de registro seja do interesse da própria companhia, transcrevo a lição de José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho:
- "O cancelamento pode ser do interesse da companhia por diversas razões**, tais como (a) eliminar custos que é obrigada a suportar para cumprir os deveres legais de companhia aberta, (b) se não tem planos para distribuir novas emissões no mercado, ou as condições de mercado tornam a emissão inviável e (c) a quantidade de títulos em circulação é insuficiente para que alcancem um mínimo de liquidez.
- O 'fechamento da companhia'**, como o cancelamento é referido no jargão do mercado, **pode ser também do interesse do acionista controlador** – se deseja aumentar sua participação na companhia ou pretende liberar-se dos deveres de controlador de companhia aberta que a lei lhe impõe.
- O cancelamento é sempre contrário aos interesses dos titulares de valores mobiliários em circulação** porque, por menor que seja a liquidez dos títulos, seus direitos são mais protegidos do que os do titular de valores de companhia fechada (...)”^[35]. (ênfase adicionada).
42. Embora eu concorde com o argumento de que os custos de manutenção de uma companhia aberta são uma justificativa válida para que uma companhia que não pretende mais acessar o mercado de capitais proceda ao Cancelamento de Registro, entendo que os custos adicionais decorrentes da listagem em um segmento especial de listagem (financeiros ou não) não servem como justificativa para a Saída de Nível (ao menos isoladamente). Isto porque as companhias que optaram por listar as suas ações em um segmento diferenciado de governança corporativa buscaram, como já ressaltado acima, receber um "prêmio" em relação às companhias listadas no segmento tradicional. Diante desse fato, entendo que a companhia não pode vender uma ação com um atributo que lhe confere um valor adicional para, em um momento subsequente, retirar tal vantagem sob o argumento de que a sua manutenção acarreta em custos adicionais. Tais custos devem ser considerados no momento em que a companhia decide se listar no segmento diferenciado (decisão essa que, não por acaso, normalmente é tomada quando a companhia decide acessar o mercado) e cotejados à luz dos custos adicionais decorrentes da listagem. O interesse da companhia não pode justificar um comportamento oportunista que, em última instância, se caracterizaria em verdadeira expropriação do "prêmio" pago pelos investidores em razão da listagem em segmento nobre.
43. Acredito, contudo, que em determinadas circunstâncias a Saída de Nível diferenciado pode ser uma medida do interesse da companhia e de

seus acionistas. Por exemplo, uma companhia que atua em um setor regulado em que há limitação da participação de estrangeiros pode ter necessidade de emitir ações preferenciais (não admitidas nas companhias listadas no Novo Mercado) para acomodar o investimento estratégico de um parceiro estrangeiro. Entendo, também, que a saída do nível diferenciado pode ser uma medida legítima em determinadas situações em que a companhia fique, por razões alheias à sua vontade, impossibilitada de cumprir com os requisitos estabelecidos naquele segmento de listagem^[36].

44. Considero importante destacar que o interesse social deverá não só determinar se há justificativa para a Saída do Nível como também pautar a decisão sobre o segmento em que as ações da companhia passarão a ser negociadas após a saída do segmento original. Assumindo que se trata de uma oferta visando unicamente à Saída de Nível, as ações passarão a ser listadas em outro segmento diferenciado, no segmento tradicional ou no mercado de balcão? Considerando os impactos dessa decisão para os minoritários, entendo que o acionista controlador e os administradores têm o dever de procurar a forma que atender o interesse social que seja menos prejudicial aos demais acionistas. No exemplo que dei acima, em que a decisão de sair do Novo Mercado é justificada pela necessidade de emitir ações preferenciais, a companhia poderia listar as suas ações no Nível 2.
45. Ressalto não pretender neste voto tratar de modo exaustivo as hipóteses em que o Cancelamento de Registro ou a Saída de Nível serão do interesse da companhia, ou mesmo prescrever quais devem ser os desdobramentos desses atos, até porque não cabe à CVM controlar aprioristicamente as deliberações sociais a fim de verificar se as mesmas estão sendo tomadas no interesse da companhia conforme prescreve a lei.
46. Considerando as dificuldades de se analisar *a posteriori* tais operações, ganham ainda mais destaque os deveres fiduciários dos administradores e as obrigações de transmitir as informações relevantes de modo verdadeiro, tempestivo, completo e preciso. Tendo em vista a gravidade que tanto o Cancelamento de Registro quanto a Saída de Nível têm para os minoritários e o potencial danoso que operações iníquas podem ter na percepção de risco do mercado como um todo, entendo que todas as manifestações ao público relacionadas às OPAs devem ser sempre fundamentadas, incluindo a informação sobre como tais operações se coadunam com o interesse da companhia.
47. O artigo 20, IV da Instrução CVM nº 361/2002 determina que nos casos de OPA para Cancelamento de Registro lançada pela própria companhia, o edital deve conter "*transcrição da deliberação do órgão da companhia que tiver aprovado o lançamento da OPA, contendo, no mínimo, a justificativa da operação, da desnecessidade de captação de recursos por meio de subscrição pública de ações no prazo de 2 (dois) anos, e a referência à existência das reservas exigidas por lei*". Embora a lei societária e as regras editadas pela CVM não determinem a forma pela qual os administradores devem atender aos seus deveres fiduciários, vejo a exigência de parecer do Conselho de Administração feita nos Regulamentos de Listagem do Nível 2 e do Novo Mercado como uma boa indicação de como os administradores devem atuar em operações dessa natureza.
48. Com relação às OPAs para Saída de Nível, ressalto que, sem prejuízo do parecer acima mencionado, que somente precisa ser apresentado após a publicação do edital, por força da Instrução CVM nº 481/2009 existe um dever expresso de divulgação de informações também no momento em que a assembleia aprovar a instituição financeira que elaborará o laudo de avaliação do valor econômico. Nesse sentido, o artigo 6º da Instrução CVM nº 481/2009 determina que, na data de convocação da assembleia, devem ser disponibilizadas "informações e documentos relevantes para o exercício do direito de voto em assembleia", que incluem, a meu ver, uma justificativa do ofertante sobre as razões pelas quais ele entende que a Saída do Nível é compatível com o interesse da companhia.
49. Nesse cenário, entendo que, desde que satisfeitos os requisitos previstos no §2º do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002 (quais sejam, a compatibilização de procedimentos e ausência de prejuízos decorrentes da unificação), o colegiado deve autorizar a realização de uma única OPA visando ao Cancelamento de Registro e à Saída de Nível. Sem prejuízo, a CVM deve exercer suas atribuições para assegurar que os documentos da OPA contenham todas as informações necessárias para "*garantir o perfeito esclarecimento do mercado*" (art. 10, VI) e que controladores e administradores atuem de acordo com os deveres que lhes são impostos pela lei societária. É essa, a meu ver, a forma que a CVM deve atuar nos casos em que o ofertante pretende realizar uma OPA Unificada para Cancelamento de Registro e a Saída de Nível.

IV. Conclusão

50. Como visto no Relatório, o motivo central da oposição por parte dos acionistas que reclamam contra a realização de uma única OPA que vise cumulativamente à Saída de Nível e ao Cancelamento de Registro é a coerção que a OPA para Saída de Nível pode exercer sobre a OPA para Cancelamento de Registro, entendimento compartilhado pela SRE.
51. Como expus acima, a percepção de pressão do acionista minoritário frente a uma OPA de Saída de Segmento existirá tanto no caso da OPA Unificada quanto no caso da opção por duas OPAs separadas. Assim, a aglutinação reduz o custo para o ofertante e não causa nenhum prejuízo ao destinatário da OPA em comparação com a OPA separada, conforme discutido acima. Contudo, por força do disposto no caput do art. 34 c/c art. 35, ambos da Instrução CVM nº 361/2002, entendo que a unificação somente poderá ser concedida pela CVM em hipóteses excepcionais, a serem verificadas caso a caso.
52. Assim, entendo que não existe razão para alterar o entendimento desse colegiado que em mais de uma oportunidade já permitiu a unificação das OPAs para Saída de Nível e para Cancelamento de Registro. Naquelas oportunidades, até onde se tem notícia, as operações foram concluídas sem reclamação dos minoritários, o que me leva a acreditar que as objeções feitas nas últimas operações têm como fundo não a estrutura das OPAs, mas as suas condições negociais. A organização de minoritários para, no contexto de uma OPA, buscar melhores condições de saída, é saudável. Entendo, contudo, que não compete à CVM impedir a realização de operações que atendam aos requisitos legais e regulamentares. Isto geraria custos adicionais para os ofertantes para conferir a uma minoria um novo instrumento de pressão, que talvez nem sequer os favoreça e que pode ser contrário aos interesses da própria companhia, abrindo brechas no caso concreto para o chamado "abuso de minoria".

É como voto.

Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2012

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Diretora-Relatora

[1]MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº63/2012.

[2]Para fins deste processo, são considerados somente o Nível 2 e o Novo Mercado da BM&Fbovespa, dado que o regulamento de listagem no Nível 1

não possui a obrigação de realização de OPA no caso de saída daquele nível diferenciado de listagem.

[3]Processos CVM nº RJ-2012-6422 e CVM nº RJ-2012-4293, respectivamente.

[4]Utilizarei a expressão OPA Unificada para me referir a uma oferta que vise a mais de uma finalidade de OPA.

[5]O pedido foi feito em quatro oportunidades, tendo sido sempre deferido pela CVM; Os precedentes são: (1) OPA Unificada de Pearson Sistemas do Brasil S.A. para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ-2010-14993 – decisão de 1/2/2011; (2) OPA Unificada de Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S.A. para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ-2010-11232 – decisão de 16/11/2010; (3) OPA Unificada de GVT Holding S.A. para quatro finalidades (por alienação de controle, por aumento de participação, para saída do Novo Mercado, e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ-2009-11570 – decisão de 23/3/2010; e (4) OPA Unificada de Anglo Ferrous Brazil S.A. (anteriormente denominada IronX Mineração S.A.) para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro) – Processo nº RJ-2008-7781 – decisão de 7/10/2008.

[6]Processo CVM nº RJ-2012-5162, em trâmite perante a SEP.

[7]Disponível em <http://www.amecbrasil.org.br/mercadodecapitais/informativos/noticias/comunicado-ao-mercado.html>. Acesso em 22.10.2012.

[8]Artigo 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, 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, quando for o caso. §1º São exemplos das situações excepcionais referidas no caput aquelas decorrentes: I - de a companhia possuir concentração extraordinária de suas ações, ou da dificuldade de identificação ou localização de um número significativo de acionistas.

[9]Artigo 34, §2º A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.

[10]No dia 02.10.2012, a CCDI publicou Fato Relevante informando que sua acionista controladora, Camargo Corrêa S.A., havia concluído com sucesso a OPA para Cancelamento de Registro.

[11]A Saída de Nível é tratada na Seção XI de ambos os Regulamentos de Listagem, que possuem redações virtualmente idênticas e oferecem o mesmo grau de proteção aos minoritários.

[12]Vide Seção X de ambos os Regulamentos de Listagem.

[13]Respectivamente, item 5.8 do Regulamento de Listagem do Nível 2 de Governança Corporativa e item 4.8 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado. Os dois dispositivos possuem a mesma redação.

[14]Apenas para este efeito são consideradas "em circulação" apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA, na forma do art. 22 da Instrução CVM 361/2002.

[15]Art. 4o-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4o do art. 4o. § 1o O requerimento deverá ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias da divulgação do valor da oferta pública, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo os acionistas referidos no caput convocar a assembléia quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 (oito) dias, ao pedido de convocação. § 2o Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria. § 3o Os acionistas que requererem a realização de nova avaliação e aqueles que votarem a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública. § 4o Caberá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no art. 4o e neste artigo, e fixar prazos para a eficácia desta revisão.

[16]Art. 15. Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá: I - adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, observado, se for o caso, o disposto nos §§ 1o e 2o do art. 37; ou II - desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação.

[17]Art. 10, §2o Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, constará declaração do ofertante de que, caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a 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, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos: I – exercício da faculdade pelo acionista; ou II – pagamento aos demais acionistas que aceitaram a OPA, no caso de OPA com pagamento a prazo.

[18]Processos CVM nº RJ-2010-14993, RJ-2010-11232, RJ-2009-11570 e RJ- 2008-7781, referidos em mais detalhes na nota de rodapé nº 5 supra.

[19]Naturalmente, essa análise substancial não abrange o mérito da operação ou as condições negociais propostas, limitando-se a averiguar se a operação, como um todo, gera algum prejuízo para os investidores.

[20]O Ótimo de Pareto ocorre quando não se pode melhorar o bem-estar de alguém sem prejudicar o de outrem. Assim, a situação na qual o ofertante pode diminuir o custo de uma OPA sem prejudicar os acionistas minoritários não seria uma situação Ótima de Pareto.

[21]Art. 15. Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá: I - adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, observado, se for o caso, o disposto nos §§ 1o e 2o do art. 37; ou II - desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação.

[22]Art. 35. A CVM poderá dispensar as exigências desta Instrução quanto ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, em OPA formulada por acionista controlador de companhia listada em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, que assegure, através de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa, desde que: I - tais ofertas decorram de exigência constante do regulamento de listagem do respectivo segmento especial de negociação, em caso de retirada da companhia do respectivo segmento, seja em função de deliberação voluntária da companhia seja em razão de descumprimento de regras do regulamento, e desde que tais ofertas não impliquem cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários; e II - o preço de aquisição corresponda, no mínimo, ao valor econômico da ação, apurado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da companhia, seus administradores e seu acionista controlador.

[23]Nesse ponto é importante diferenciar a consulta formulada dos quatro precedentes em que este Colegiado já autorizou a realização de uma OPA Unificada para Cancelamento de Registro e Saída de Nível. Em todos os pedidos anteriores, a OPA Unificada visava também atender ao art. 254-A da Lei 6.404 (OPA por Alienação de Controle) . Assim, embora o art. 35, II estivesse sendo excepcionado, poder-se-ia argumentar (o argumento de fato não foi desenvolvido em nenhum dos quatro precedentes) que a regra do artigo 15 estava sendo afastada não em razão da OPA para Saída de Nível, mas para atender as regras e objetivos da lei e da instrução referentes à OPA por Alienação de Controle.

[24]Existem diversos estudos que indicam que as ações das companhias listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBovespa são melhores

avaliadas do que as companhias listadas no segmento tradicional ou mesmo no nível 1. Ver, por exemplo, matéria "Ações de empresas com boa governança valem até 50% mais", publicada no Valor Econômico de 10/12/04. Disponível em http://www.acionista.com.br/governanca/acoes_governanca.htm. Acesso em 26/10/2012.

[25] As normas existentes não determinam que a OPA para cancelamento de registro deva preceder à OPA para saída de nível, embora esse me pareça ser o caminho mais lógico para ofertante e destinatários. Na perspectiva do ofertante, essa sequência tenderia a ser menos custosa (assumindo que o preço seria idêntico em ambas as ofertas), uma vez que, caso a OPA para cancelamento de registro seja bem sucedida, o ofertante não precisará realizar uma segunda OPA para saída do nível. Já na perspectiva dos destinatários da OPA, a sequência também parece a princípio ser mais vantajosa, pois privilegia a modalidade da OPA que lhes confere maior proteção. Esse argumento assume que o preço seria idêntico em ambas as ofertas. Naturalmente, caso existisse uma expectativa por parte do ofertante de preços diferentes nas duas modalidades, pode-se imaginar que o ofertante faria uma comparação entre os custos de cada alternativa. Caso o preço esperado para a OPA de deslistagem fosse inferior ao preço que seria ofertado na OPA de fechamento, o controlador deveria comparar se a economia que teria ao ofertar.

[26] Art. 4º, II, d da Instrução CVM 361/2002.

[27] Art. 7º, §1º da Instrução CVM 361/2002

[28] Art. 10, II da Instrução CVM 361/2002.

[29] Sobre esse ponto – e apenas a título ilustrativo – faço referência ao regime norte-americano, onde o Schedule Tender Offer, documento que equivale ao nosso edital de OPA, exige que o ofertante divulgue aos investidores a existência de planos que possam vir a resultar, dentre outros eventos, em operações extraordinárias ou na deslistagem do papel em bolsa. Transcrevo abaixo trechos do Schedule TO e do Regulation M-A: "§ 240.14d-100 Schedule TO. Tender offer statement under section 14(d)(1) or 13(e)(1) of the Securities Exchange Act of 1934. (...) Item 6. Purposes of the Transaction and Plans or Proposals Furnish the information required by Item 1006(a) and (c)(1) through (7) of Regulation M-A (§229.1006 of this chapter) for a third-party tender offer and the information required by Item 1006(a) through (c) of Regulation M-A (§229.1006 of this chapter) for an issuer tender offer". "229.1000—Mergers and Acquisitions (Regulation M-A). § 229.1006 (Item 1006) Purposes of the transaction and plans or proposals. (...) (c) Plans. Describe any plans, proposals or negotiations that relate to or would result in: (1) Any extraordinary transaction, such as a merger, reorganization or liquidation, involving the subject company or any of its subsidiaries; (...) (6) Any class of equity securities of the subject company to be delisted from a national securities exchange or cease to be authorized to be quoted in an automated quotations system operated by a national securities association (...)"

[30] Nesse sentido, transcrevo trecho do voto de Pedro Oliva Marcilio de Sousa no julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2006/4776, realizado em 17 de janeiro de 2007: "50. Com relação a esses tipos de fato, o administrador da companhia aberta deve ponderar o impacto potencial pela sua probabilidade, de modo a definir a relevância. Além dessa primeira análise, o administrador deve, de tempos em tempos, reponderar a magnitude do impacto potencial pela probabilidade de sua ocorrência para decidir se a mudança em qualquer um desses fatores tornou relevante o fato que assim não foi considerado inicialmente. 51. Fatos podem ser relevantes independentemente de sua natureza (operacionais, patrimoniais, financeiros ou societários) e mesmo que não tenham impacto direto ou potencial relevantes sobre a operação, o patrimônio, as finanças da companhia ou os direitos dos acionistas. Isso porque um determinado fato pode (...) demonstrar a forma de tratamento pela administração da companhia de cada uma das classes interessadas (acionista controlador, acionistas não controladores, acionistas sem direito a voto, credores, empregados, administradores, comunidade – vide art. 116, § único) e, com isso, alterar o valor relativo entre os tipos e espécies de valores mobiliários (a relação de preços entre as ações e os valores mobiliários de renda fixa, por exemplo, ou entre as ações ordinárias e as preferenciais) ou mesmo quanto ao valor absoluto do valor mobiliário (maior interesse em ajudar a comunidade ou compartilhar lucros com os empregados pode resultar em diminuição dos lucros distribuíveis aos acionistas e, com isso, prejudicar o valor das ações). Por esses motivos, também as características qualitativas do fato, e não apenas as quantitativas, devem ser utilizadas na definição sobre a relevância de um dado fato empresarial." (Grifou-se).

[31] Essa probabilidade, naturalmente, é ainda mais relevante nos casos em que a OPA a ser realizada no segundo momento é a OPA para Saída de Nível, uma vez que nesse caso o controlador tem o controle não só sobre o lançamento da oferta como também define o seu sucesso. Caso a segunda oferta seja a OPA para Cancelamento de Registro, a probabilidade de lançamento é evidentemente maior do que a de conclusão, uma vez que o cancelamento de registro somente pode ser efetivado com a aquiescência dos titulares das ações em circulação.

[32] Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

[33] Art. 116, Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

[34] Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

[35] José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho. Direito das Companhias, Vol 1, págs. 146/147. Sem grifos no original.

[36] Naturalmente, a companhia não pode se desengajar para criar uma desculpa para interesse social.