

Interessados: Partícipes em Brasil S.L., Brookfield Aylesbury S.A.R.L., Banco Santander (Brasil) S.A. e Banco BTG Pactual S.A.

Assunto: Pedido de registro de OPA por alienação de controle de Arteris S.A. com adoção de procedimento diferenciado.

Declaração de Voto

1. Trata-se de pedido de registro de OPA por alienação de controle da Arteris S.A. ("Arteris" ou "Companhia") com adoção de procedimento diferenciado. Referido procedimento envolve, dentre outras características, a oferta em permuta de ações de emissão da Abertis Infraestructuras S.A. ("Abertis"). Não entrarei em maiores detalhes sobre a OPA, seja porque o presente voto tem como objeto uma questão bastante específica, seja porque adoto, como relatório, a descrição formulada pela área técnica no MEMO/SRE/GER-1/n.º 33/2013, de 28.6.2013 ("Memorando").
2. Com efeito, tratarei apenas da questão discutida nos itens 6.1 a 6.9 do Memorando. Tais itens não dizem respeito de forma direta aos pleitos de procedimento diferenciado, mas sim a uma questão que era dada como certa pelos Requerentes – a da possibilidade de a garantia dada pelas instituições intermediárias ser, mesmo no caso de oferta de permuta, garantia não de entrega das ações, mas de pagamento do seu valor, nos termos do item 4.13 do correspondente edital, transcrito no item 6.1 do Memorando.
3. A SRE sustenta, em suma, que tal possibilidade não se coaduna com o disposto no § 4º do art. 7º da Instrução CVM n.º 361, de 5.3.2002, que dispõe que "*A instituição intermediária garantirá a liquidação financeira da OPA e o pagamento do preço de compra, em caso de exercício da faculdade a que se refere o § 2º do art. 10º*". Neste sentido, a área esclarece que ao referir a garantia à liquidação financeira da OPA, a Instrução refere a "*garantia de liquidação da oferta de uma forma geral, seja financeira, quando envolver dinheiro, seja física, quando envolver outro ativo que não dinheiro*". Afasta também os precedentes da OPA por alienação de controle da AMBEV S.A. (Processo CVM n.º RJ 2004/5601) e da OPA da Arcelor Brasil S.A. (Processo CVM n.º RJ 2007/1996), destacando que em tais casos não se analisou expressamente tal questão.
4. Por fim, a área técnica sustenta que, "*tendo os aceitantes da OPA recusado a possibilidade da Oferta Alternativa em Dinheiro, suas estratégias de investimento consistiam em receber ações Abertis*", de modo que seria medida de justiça proteger tal opção e as expectativas que ela teria gerado.
5. Antes de enfrentar esses argumentos – e antecipo que deles discordo –, creio que seja importante, pela escassez de discussões sobre a matéria, explorar brevemente o papel do intermediário como garantidor de OPA, consagrado tanto no art. 257 da Lei n.º 6.404, de 15.12.1976, para um fim mais específico, quanto no já citado dispositivo da Instrução CVM n.º 361/2002, de forma mais ampla.
6. Há, na legislação e na regulamentação de mercado de capitais, algumas hipóteses distintas de assunção de obrigação de garantia (em sentido amplo) por instituições intermediárias. Parece-me importante, para o presente caso, distinguir essas hipóteses. E vislumbro pelo menos três casos em que se fala em alguma espécie de "garantia" pelo intermediário: (i) a garantia que o intermediário da oferta dá acerca da veracidade e da adequação das informações do prospecto na oferta pública de distribuição de valores mobiliários; (ii) a garantia, dada pelo intermediário de bolsa, do cumprimento das obrigações assumidas por seus clientes; e (iii) a garantia de liquidação da OPA nos termos dos dispositivos supra citados.
7. Afasto desde já a primeira dessas hipóteses, que é de natureza bastante distinta daquelas com que aqui estamos lidando. Isso porque é comum que se fale que o intermediário de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários assume uma função de garantidor, mas o que ele garante (se é que essa é a expressão mais correta aqui) é a suficiência e a adequação das informações prestadas no prospecto, assim como a idoneidade de determinados procedimentos adotados na oferta. Neste sentido, ele é muito mais uma espécie de *gatekeeper* (com a vênia pelo uso da desgastada expressão), sujeito a responsabilidade administrativa e, eventualmente, até civil, do que propriamente o garantidor do cumprimento de uma obrigação no sentido mais tradicional do termo.
8. A segunda hipótese corresponde à mais tradicional obrigação de garantia do intermediário em mercado de capitais, que é a garantia do cumprimento das obrigações assumidas por seus clientes nas operações de bolsa. Tal obrigação decorre, antes de mais nada, de questões estruturais ou operacionais – é o intermediário que age por conta do cliente perante a câmara de compensação e liquidação de operações.
9. Em outros países, tal situação é ainda mais evidente, porque não raro os sistemas de liquidação não identificam os clientes e apenas demandam dos intermediários o pagamento de valores líquidos devidos em razão das operações de seus clientes. Nesses países, as chamadas "margens de garantia" correspondem, por consequência, à exposição líquida do intermediário e são por ele depositadas.
10. Embora no Brasil vigore, como se sabe, o chamado modelo de beneficiário final, em que os sistemas de liquidação identificam o cliente final e em que esses clientes têm garantias próprias depositadas em seu nome perante tais sistemas, algo bastante similar ocorre aqui. Guardadas algumas exceções – nos casos em que se permite a liquidação direta por clientes de grande porte, por exemplo –, também no modelo brasileiro, os intermediários são os responsáveis diretos perante o sistema de liquidação. As garantias depositadas por estes últimos servem, então, não apenas para assegurar a liquidação das operações na câmara, como usualmente se diz, mas também para proteger o intermediário.
11. E esta obrigação, que decorre da dinâmica operacional dos mercados bursáteis, consta expressamente do art. 11 da Resolução CMN n.º 1.655, de 26.10.1989, que em seu inciso I estabelece a responsabilidade das sociedades corretoras pela liquidação das operações^[1]. Trata-se, aqui também e em sentido bastante amplo, de uma forma de garantia, pelo pagamento de valores ou pela entrega de ativos, ainda que não formalmente tratada como modalidade de garantia, justamente porque típica daqueles mercados^[2].
12. O terceiro tipo de garantia é aquele de que aqui se trata, radicada, na sua formulação mais genérica, no mais de uma vez referido § 4º do art. 7º da Instrução CVM n.º 361/2002. É comum associar a garantia dada nas OPAs à garantia dada pelas sociedades corretoras, nos moldes acima descritos. Ela é, neste sentido, tratada como algo que decorre da própria atuação do intermediário e da sua natureza. E o art. 7º da Instrução CVM n.º 361/2002, estabelece em seu *caput* que a instituição intermediária da oferta (e, portanto, a sua garantidora) deverá ser "*sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento*".
13. Tal associação apresenta uma falha, porém. Isso porque a sociedade corretora ou distribuidora apenas pode prestar garantia naquela modalidade descrita nos itens anteriores (que, para as sociedades corretoras, encontra-se registrada no dispositivo acima citado da Resolução CMN n.º 1655/1989). E, vale destacar, trata-se muito menos de uma obrigação de formalmente prestar garantia do que de uma garantia ínsita ao seu *modus operandi*.
14. No caso da OPA impõe-se, pela primeira vez nas modalidades ora descritas, uma verdadeira obrigação de prestação de garantia. E as funções dessa garantia são bem descritas por Nelson Eizirik *et. alii.*, que esclarecem que

A instituição intermediária atua como garantidora do negócio de oferta pública, devendo assegurar ao mercado a viabilidade econômica do cumprimento da proposta pública realizada pelo ofertante, evitando, dessa forma, o surgimento de ofertas temerárias ou meramente especulativas que afetem o normal funcionamento do mercado e que possam causar danos patrimoniais aos eventuais acionistas aceitantes" [3].

15. Trata-se, a uma primeira vista, de garantia decorrente de exigência regulamentar. Mas essa constatação não diz nada sobre a forma de constituição da garantia ou sobre a sua natureza [4]. Quanto a este ponto, mesmo sem muito maiores aprofundamentos, pode-se afirmar que se está lidando, na presente modalidade, com uma obrigação de garantir contratualmente assumida pelo banco. É uma garantia pessoal da instituição financeira, típica ou atípica [5], dependendo da forma adotada, dada para os terceiros no instrumento da OPA, mas que é objeto de contratação direta entre o intermediário e o ofertante.
16. No Brasil, a outorga de garantias por parte de instituições financeiras é regida pela Resolução CMN n.º 2.325, de 30.10.1996, que apenas prevê tal possibilidade para "*bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, caixas econômicas, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, companhias hipotecárias e cooperativas de crédito*" [6].
17. Em outras palavras, a garantia prestada pelo intermediário da OPA é uma garantia típica de instituição financeira, que, a despeito de algumas similaridades com a garantia de liquidação das operações bursáteis, com ela não se confunde. A outorga de garantia por instituição financeira é, ademais, em muitos sentidos equiparada à outorga de crédito, motivo pelo qual o art. 2º da Resolução CMN n.º 2.325/1996 estende a tais operações as vedações que vigoram para "*para a concessão de empréstimos, adiantamentos e financiamentos*".
18. A exposição feita até o presente momento destina-se a consolidar algumas diferenciações que não raro são ignoradas e que, a meu ver, produzem efeitos significativos quando se vão buscar os regimes jurídicos aplicáveis a cada tipo de atividade e seus efeitos. E ela permite que se associe, ademais, a garantia do cumprimento das obrigações decorrentes da OPA às garantias prestadas por instituições financeiras.
19. Não é por outro motivo que o § 4º do art. 7º da Instrução CVM n.º 361/2002 fala em garantia da liquidação financeira. Na verdade, creio que a mera consideração da redação de tal dispositivo não afasta, por si só, a interpretação da SRE, de que "liquidação financeira" poderia, nos casos em que houver permuta, abranger também a liquidação por entrega – a regra é que, na imensa maioria das OPAs, se oferte dinheiro, sendo a permuta de valores mobiliários de caráter excepcional. O dispositivo regulamentar poderia, neste sentido, ter se remetido apenas às hipóteses usuais, o que não afastaria a obrigação de uma interpretação coerente com a realidade em caso de ofertas de permuta.
20. Mas cumulando a redação do dispositivo com a associação entre a garantia do cumprimento das obrigações assumidas na OPA e as garantias bancárias, parece se impor, como solução mais razoável, a constatação de que seja, *a priori*, possível a outorga de garantia exclusivamente financeira.
21. Pode-se até dar um passo atrás, aqui, e remeter a um debate jurídico acerca da natureza das obrigações de garantia – a maioria dos autores sustenta que instrumentos de garantia protegem contra a perda financeira e, nesse sentido, são tipicamente, corporificados em uma obrigação de pagamento em dinheiro [7]. Mas o fato é que, quando se passa às obrigações de garantir assumidas por instituições financeiras, esse caráter financeiro fica ainda mais evidenciado.
22. Uma coisa é uma corretora adquirir ações para entregar a uma câmara de operações em razão de um descumprimento de obrigação de entregar o ativo. Outra, distinta, é a obrigação de um banco adquirir ações (ou, com antecedência, opções de ações) a fim de cobrir uma exposição previamente assumida em contrato. Para uma instituição financeira, que, na prestação de serviços para seus clientes, opera tipicamente assumindo exposições financeiras que se compensam (ou que, de outra maneira, oneram seu balanço e limitam sua capacidade de operar), é diferente assumir uma obrigação de pagamento de dinheiro em caso de inadimplemento de alguém e assumir a obrigação de entrega futura de um ativo – ainda que correspondente a uma obrigação contingente.
23. Meu primeiro ponto, assim, diz respeito à razoabilidade da exigência de entrega de ativos pelo garantidor da OPA, tendo em vista o caráter diferenciado dessa obrigação de garantia e a natureza desse garantidor.
24. Tenho ainda uma questão preliminar que me parece reforçar o acima exposto, ainda que por outro ângulo. Trata-se da questão da finalidade da OPA do art. 254-A.
25. *A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle*".
26. Embora aqui se esteja lidando com uma OPA de permuta, creio que não se pode afastar que a principal finalidade do art. 254-A é a de permitir, ao acionista minoritário, que se desfaça de suas ações, alienando-as por meio da oferta, sem maiores perdas [8] [9].
27. Ante tal finalidade, reluto em aceitar que seja o mais adequado, no âmbito de uma OPA desta natureza, entrar em maiores considerações sobre a "*estratégia de investimento*" dos acionistas aderentes, que teriam optado por permanecer naquela sociedade cujas ações eles receberiam em caso de efetivação da permuta (no caso, a Abertis). Impõe-se muito mais verificar se a OPA, a ser garantida nos termos da minuta de edital apresentada à CVM, proporciona a oportunidade de saída, tal como exigida pelo art. 254-A.
28. É bem verdade que, neste ponto, sempre se pode questionar que uma obrigação de pagar um determinado valor em dinheiro, no lugar de uma obrigação de entrega de ativos, em mercados mais ou menos voláteis, pode resultar em perdas para os acionistas aderentes. Creio que este argumento pode ter seus efeitos mitigados em razão de duas diferentes ordens de considerações.
29. Primeiro porque considero que a opção por um critério para a definição dos valores a serem pagos baseado no preço das ações em uma determinada data-base suficientemente próxima da data de liquidação [10], tal como prevista na minuta de edital ora sob apreciação, já pode proporcionar uma garantia bastante adequada aos eventuais aceitantes da oferta. Além disso, deve-se notar que os aderentes, ao receber as ações, ficariam, no presente caso, ainda sujeitos a um período de *lock-up* significativo, o que torna aquela potencial volatilidade de um dia para o outro menos relevante.
30. Por fim, gostaria de tecer uma consideração sobre os precedentes referidos pela SRE, a saber, os casos da AMBEV S.A. (Processo CVM n.º RJ 2004/5601) e da Arcelor Brasil S.A. (Processo CVM n.º RJ 2007/1996). Não me parece correto asseverar que a opção por garantia eminentemente financeira naqueles dois casos, em que também se lidou com a permuta de ações, não seja relevante como precedente. Em ambos os casos, afinal, se está lidando com instrumentos de OPA previamente submetidos à CVM e, se é verdade que tal tema não foi objeto de discussão específica na área técnica ou no Colegiado, também é verdade que, mesmo se tratando de questão de tamanha importância, naquele momento (e mesmo depois) não houve maiores objeções.
31. Reconheço que para temas incidentais (e mesmo para alguns temas de maior relevância) a mera outorga de registro na CVM não deve ser

sempre tomada como constitutiva de precedentes. Mas o fato é que a aceitação de ofertas públicas de permuta com garantia eminentemente financeira, em casos importantes, não deixa de ser significativa. A autarquia pode, decerto, mudar a sua orientação, de maneira fundamentada e tendo em vista novas necessidades ou especificidades que antes se deixou de observar. Mas ela não pode simplesmente desconsiderar aquilo que já vinha se consolidando.

32. E, como procurei demonstrar, não me parece que haja, no presente caso, motivo para mudar a posição em relação à possibilidade de outorga de garantia exclusivamente pecuniária. Nos demais pontos, que dizem respeito aos pleitos efetivamente formulados, acompanho a bem formulada análise da área técnica.

É como voto.

Rio de Janeiro, 24 de julho de 2013

Otávio Yazbek
Diretor

[1] Art. 11. A sociedade corretora é responsável, nas operações realizadas em bolsas de valores, para com seus comitentes e para com outras sociedades corretoras com as quais tenha operado ou esteja operando: I - por sua liquidação;

[2] A questão, aqui, se afigura ainda um pouco mais complexa. Isso porque, ao mesmo tempo em que é comum se afirmar que o intermediário “garante” as obrigações de seus clientes, e que isso não deixa de ser verdade por serem, os clientes, os responsáveis pelo cumprimento das obrigações; por outro ângulo pode-se reconhecer que há, também, uma obrigação direta do intermediário. Pode-se afirmar que as duas visões são corretas, dependendo do enfoque.

[3] Nelson EIZIRIK, *et. alii.*, *Mercado de Capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 3ª ed., 2011, p. 575.

[4] Para uma análise, ainda que sucinta, do regime jurídico, cf. Modesto CARVALHOSA, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 4ª ed., 2011, p. 255 e as referências ali mencionadas. A análise deste regime ainda parece, contudo, uma questão em aberto.

[5] No direito europeu, é comum falar em “*contratos autônomos de garantia*” para designar obrigações de garantir que decorrem de peculiaridades das relações mercantis e que não necessariamente se subsumem aos esquemas mais típicos de garantia bancária. Para o uso da expressão, cf. Michele SESTA, *Le Garanzie Atipiche I*, Padova: CEDAM, 1988, pp. 455 e ss., Vincenzo ROPPO, *Diritto privato*, Torino: G. Giappichelli, 2ª ed., 2012, pp. 572 e ss. e João de Matos ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em geral*, Coimbra: Almedina, vol. II, 7ª ed., 1997, pp. 512 e ss. Não pretendo, aqui, remeter a tal figura, mas a referência a ela é relevante apenas para demonstrar que as obrigações de garantia pecuniária dos bancos tendem a surgir conforme as necessidades do tráfico, não raro assumindo novas formas não expressamente previstas na legislação ou na regulamentação bancária. A citada Resolução CMN n.º 2.325/1996 deixa aberta, aliás, essa possibilidade.

[6] É interessante destacar que sociedades corretoras e distribuidoras têm, também, atuado em ofertas menores, com base na regra previsão geral do art. 7º da Instrução CVM n.º 361/2002. Isso porque, como já antecipei, tal regra inspira-se, em parte, na existência de responsabilidade para o intermediário, nas operações de bolsa, para os efeitos acima descritos. Como destaquei em voto dado no julgamento do Processo CVM n.º RJ 2010/17660, realizado em 28.12.2010, a OPA, como as alienações que a ela se sucederem, nos termos ali descritos, podem ser equiparadas a operações de bolsa – essa é a racionalidade que fundou a decisão da CVM. Assim, pode-se assumir que há OPAs que, pelas suas características, comportam a atuação de corretora como garantidora, como há outras que demandam garantia de instituição financeira propriamente dita (e que, parece-me, é o que ocorre no presente caso).

[7] E remeto aqui a Silvio de Salvo VENOSA, que, ao tratar da fiança, assevera que “*Nada obsta que a fiança garanta também obrigações de dar coisa diversa de dinheiro, bem como de fazer ou não fazer. Cuida-se, entretanto, de garantia pecuniária com referência à inexecução. Seu adimplemento será em perdas e danos. É atípico o contrato que estabelece que, não cumprindo o devedor principal a obrigação dessa natureza, fá-lo-á um terceiro. Não pode o fiador ser pessoalmente constrangido a praticar ato prometido por terceiro*” (*Direito Civil: contratos em espécie*, São Paulo: Atlas, 2005, 5ª ed., p. 431).

[8] Cf., a este respeito, o voto apresentado pelo então Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa no Processo CVM n.º RJ 2005/4069, julgado em 11.4.2006: “o art. 254-A (...) pretende conferir a possibilidade de uma ‘compensação’ à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada”. A esta posição já aderi quando da apreciação do Processo CVM n.º RJ 2009/1956, julgado em 15.7.2009

[9] Cf., sobre a importância de uma mudança estrutural como é a alteração do controlador, especificamente no impacto sobre a cotação, Rolf Skog, para quem “[w]hen the controlling shareholder is expected to have a positive influence on the company, the value of the other shareholder’s interests will rise. If not, the value of their shares decreases” (*Does Sweden need a mandatory bid rule?*, p. 4, disponível em <<http://www.suerf.org/download/studies/study2.pdf>>, último acesso em 22.7.2013). Cf., ainda, para uma visão ainda mais crítica, a posição de Yedidia Z. Stern, para quem “When the buyer is an efficient user, relative to the previous controller, one may assume that the transaction will improve the economic situation of the target company and therefore all stockholders benefit. But when the buyer is an inferior user, the transaction diminishes the corporation’s value and minority shareholders suffer. At first glance, one would think that the market standard precludes such a sale from taking place, since the value of the control when it is with the buyer is lower than the value when it is with the seller. The weakness of this analysis, however, is in its assumption that the buyer’s interest in the acquisition is solely derived from her personal efficiency in improving the value of the acquired corporation. This is not always the case. Motivation for the acquisition of control comes in many forms. The buyer may aim at exercising superior management, which benefits both her and other investors. She may, however, aim at personal profit by redistribution – gaining at other investors’ expense. The latter motivation may very well justify, from the buyer’s point of view, even an aggregately inefficient transaction. Accordingly, an inefficient buyer may make a high offer that does not really reflect her ability to utilize the resources of the company for the company’s benefit, but rather her ability to loot corporate resources. Of course, such looting would also affect the value of the company’s shares, including the controlling shares. However, the real damage is to the minority shareholders who receive no benefits from the looting, but shoulder its effects” (“*A general model of corporate acquisition law*”, In.: *The Journal of Corporation Law*, v. 26, n.º 3, 2001, pp. 702-703).

[10] O texto da minuta de edital apresentada à CVM diz o seguinte: “4.13. *Garantia da Liquidação Financeira da Oferta: Em conformidade com os termos do Contrato de Intermediação, as Instituições Intermediárias deverão garantir solidariamente a liquidação financeira tanto da Oferta de Tratamento Igualitário quanto da Oferta Alternativa em Dinheiro em pagamento aos Acionistas que aceitarem participar da Oferta, nos termos exigidos pelo artigo 7º, parágrafo 4º, da Instrução CVM 361. Caso o Custodiante das Ofertantes, por qualquer razão atribuível às Ofertantes, deixe de entregar aos Acionistas em suas contas de custódia na Espanha, ou as Ofertantes deixem de efetuar a entrega à Conta de Venda Facilitada para os Acionistas participantes do procedimento de Venda Facilitada, as ações da Abertis necessárias à liquidação da Parcela em Ações da Oferta de Tratamento Igualitário, as Instituições Intermediárias garantirão a liquidação da Parcela em Ações da Oferta de Tratamento Igualitário pagando aos Acionistas que não receberam as ações da Abertis em suas contas de custódia na Espanha ou em suas Contas de Venda Facilitada um valor equivalente à cotação de fechamento das ações da Abertis na Bolsa de Madrid que estes Acionistas teriam direito de receber, conforme registradas na Bolsa de Madrid no fechamento do pregão do dia útil imediatamente anterior à Data de Liquidação da Parcela em Ações da Oferta de Tratamento Igualitário, ou seja [] de [] de 2013. Referido valor será convertido para Reais (R\$) mediante a taxa de câmbio de EUR/BRL do dia útil imediatamente anterior à Data de Liquidação da Parcela em Ações da Oferta de Tratamento Igualitário, publicada pelo BACEN por meio do SISBACEN (Sistema de Informações do Banco Central do Brasil), transação PTAX 800, e será pago aos Acionistas que não receberam as ações da Abertis em suas contas de custódia na Espanha ou em suas Contas de Venda Facilitada, por qualquer razão atribuível às Ofertantes, na Data de Liquidação da Parcela em Ações da Oferta de Tratamento Igualitário.*”