

Para: SRE

MEMO/SRE/GER-1/Nº32/2014

De: GER-1

Data: 08/05/2014

Assunto: Recurso contra decisão da SRE. OPA por aumento de participação. Banco Sofisa S.A.— Processo CVM nº RJ-2014-4397

Senhor Superintendente,

Trata-se de expediente protocolado na CVM em 22/04/2014, com interposição de recurso contra a decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE"), que considerou necessária a realização de OPA por aumento de participação do Banco Sofisa S.A. ("Companhia" ou "Banco Sofisa"), conforme preceituam o § 6º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 ("LSA") e o art. 26 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução CVM 361").

Ademais, a SRE decidiu, ainda, que os destinatários da OPA supra fossem definidos conforme decisão do Colegiado da CVM datada de 21/01/2003, no âmbito da OPA por alienação de controle de Francisco Stédile S.A. (Processo CVM nº RJ-2002/7383).

O Recorrente é o Polo Fundo de Investimento de Ações, titular de ações em circulação da Companhia.

Como melhor descrito na seção "II. Alegações do Recorrente" abaixo, o mesmo pleiteia que os destinatários da OPA por aumento de participação da Companhia sejam definidos de forma que a referida OPA seja estendida a todos os titulares de ações preferenciais de emissão da Companhia na data de realização da OPA.

I. HISTÓRICO DO RECURSO

1.1 O Processo CVM nº RJ-2013-8633 foi instaurado pela Superintendência de Proteção e Orientação ao Investidor ("SOI"), que o encaminhou a esta área técnica, por se tratar de consulta de investidor, o Polo Fundo de Investimento em Ações ("Reclamante", naquele Processo), que alegava a necessidade de realização de oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação do Banco Sofisa S.A., conforme preceituam o § 6º do art. 4º da LSA e o art. 26 da Instrução CVM 361.

1.2 Em 18/03/2014, após análise que contou com a apreciação de fundamentos tanto do Reclamante quanto da Companhia, a SRE reenviou aquele Processo à SOI por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº17/2014.

1.3 No referido Memorando, esta área técnica propôs:

"(...)

(i) que seja [fosse] encaminhado Ofício ao Diretor de Relações com Investidores do Banco Sofisa, para que se notifique o controlador da Companhia sobre a necessidade de que este realize uma OPA por aumento de participação do Banco Sofisa, conforme preceituam o § 6º do art. 4º da LSA e o art. 26 da Instrução CVM 361, protocolando a documentação pertinente no prazo de 60 dias a contar da ciência do Ofício em questão;

(ii) que os destinatários desta OPA sejam definidos conforme decisão do Colegiado da CVM datada de 21/01/2003, no âmbito da OPA por alienação de controle de Francisco Stédile S.A. (Processo CVM nº RJ-2002/7383); e

(ii) o reenvio do presente Processo à SOI, para os fins que julgar cabíveis, com sugestão de que seja encaminhada resposta ao Reclamante nos termos da minuta de Ofício em anexo."

1.4 De acordo com os termos do Memorando supra, esta área técnica encaminhou, em 18/03/2014, o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 57/2014 (fl. 81) à Companhia, com o seguinte teor:

"(...)

constatamos que aquisições realizadas pelo controlador ou pessoas vinculadas a ele ultrapassaram o limite de aquisição de ações em circulação de 1/3 previsto no art. 26 da Instrução CVM 361, (...), ensejando em necessidade de realização de OPA por aumento de participação de que trata o referido dispositivo.

Dessa forma, solicitamos que notifique o controlador da Companhia sobre a necessidade de que este realize uma OPA por aumento de participação do Banco Sofisa S.A., conforme preceituam o § 6º do art. 4º da LSA e o art. 26 da Instrução CVM 361, protocolando a documentação pertinente no prazo de 60 dias a contar da data da ciência deste Ofício.

Ademais, os destinatários da OPA supra devem ser definidos nos termos da decisão do Colegiado da CVM datada de 21/01/2003, no âmbito da OPA por alienação de controle de Francisco Stédile S.A. (Processo CVM nº RJ-2002/7383), ou seja, as ações que eram consideradas em circulação em 26/12/2008 e que, na data da realização da OPA, tenham permanecido sob mesma titularidade desde 26/12/2008.

(...)”

1.5 Em 02/04/2014, a controladora da Companhia interpôs recurso, com requerimento de efeito suspensivo, contra a decisão supra desta SRE, com base nos seguintes fundamentos, assim apresentados em seu pleito de recurso, tratados no âmbito do Processo CVM nº RJ-2014-3723:

“(...)”

A Recorrente requer a reconsideração da Decisão recorrida, tendo em vista que:

(i) Os filhos da Sra. Hilda, com exceção do Sr. Alexandre, não são pessoas vinculadas à controladora. Desse modo, suas ações integram o free float, e suas aquisições não podem ser contabilizadas para o atingimento do limite de 1/3 aplicável ao controlador e pessoas a ele vinculadas. Assim, não se verifica a ocorrência do evento ensejador da OPA por aumento de participação;

(ii) Quanto à metodologia para o cálculo do limite de 1/3, as recompras de ações próprias pela Companhia não devem ser subtraídas do número inicial de ações em circulação, pois isso, na prática, significa equiparar um terço de tais compras àquelas efetuadas pelo controlador, apesar de a regulamentação aplicável expressamente afastar a presunção que a companhia atue no mesmo interesse do controlador;

(iii) Ainda em relação à metodologia de cálculo, não deveriam ser computadas as aquisições realizadas pelos administradores, por absoluta falta de base legal ou regulamentar (e mesmo que se entendesse em sentido contrário, tal interpretação não pode ser aplicada de forma retroativa).

(iv) Não foi considerada na Decisão recorrida a possibilidade de alienação das ações que supostamente teriam excedido o limite legal de aquisições.

(...)”

1.6 Em 04/04/2014, esta área técnica encaminhou o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 81/2014 à Companhia, acatando o pleito de efeito suspensivo, nos seguintes termos:

“(...)”

Assim, comunicamos: (i) que o Processo em referência será encaminhado ao Colegiado desta CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03; e (ii) que o prazo de 60 dias para o protocolo da documentação pertinente ao pedido de registro da OPA por aumento de participação, definido no OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 57/2014, encontra-se suspenso e somente voltará a fluir após a análise do mérito do referido recurso pelo Colegiado, caso este não decida diversamente.

(...)”

1.7 Em 22/4/2014, o Recorrente interpôs recurso ensejando a instauração do presente Processo, em que solicitava:

“(a) Que seja [fosse] reconsiderada a decisão do Memo SRE, conforme disposta no Ofício, tão somente para esclarecer que os destinatários da OPA por aumento de participação da Companhia deverão ser definidos com base na ICVM 361, de forma que a referida OPA seja destinada a todos os titulares de ações preferenciais de emissão da Companhia na data da OPA;

(b) Que a SOI officie [oficiasse] a Companhia imputando-lhe a obrigação de publicação de anúncio de Fato Relevante, com o objetivo de informar ao mercado a decisão proferida pela GOI-1 no âmbito da Reclamação, diante da capacidade da decisão de influenciar a cotação dos valores mobiliários de emissão da Companhia, bem como a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter as ações de emissão da Companhia; e

(c) Alternativamente, caso se entenda [entendesse] pela manutenção da decisão acerca dos destinatários da OPA por aumento de participação, que o presente pedido de reconsideração seja [fosse] encaminhado ao Colegiado da CVM, na forma de Recurso à decisão formulada nos termos do Ofício.”

1.8 Em 30/04/2014, esta Área Técnica encaminhou ao Superintendente Geral, por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº26/2014, o Processo CVM nº RJ-2014-3723, mantendo sua decisão de que é necessária a realização de OPA por aumento de participação da Companhia, e solicitando que o mesmo fosse submetido à apreciação do Colegiado da CVM nos seguintes termos:

“(...) propomos a manutenção da decisão da SRE, conforme comunicada pelo

OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 57/2014 (...), a qual baseou-se nos argumentos apresentados no MEMO/SRE/GER-1/Nº17/2014, (...) e o encaminhamento do presente recurso ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM 463, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, reafirmando nosso entendimento sobre a necessidade de que o controlador do Banco Sofisa S.A. realize uma OPA por aumento de participação, conforme preceituam o § 6º do art. 4º da LSA e o art. 26 da Instrução CVM 361."

II. Alegações do Recorrente

2.1 Transcrevemos abaixo os argumentos do Recorrente (fls. 01 a 21), com os grifos originais, visando à reforma da decisão da SRE quanto aos destinatários da OPA por aumento de participação de Banco Sofisa S.A.:

"Prezados Senhores:

POLO FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES ("**Reclamante**"), já qualificada nos autos do processo em epígrafe, vem, respeitosamente, por seus procuradores, com fulcro na Deliberação CVM nº 463/03, apresentar o presente **PEDIDO DE RECONSIDERAÇÃO** parcial do entendimento manifestado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários por meio do OFÍCIO/CVM/SOI/GOI-1/Nº100/2014 ("**Ofício**"), pelas razões de fato e de Direito que passa a expor.

Breve Histórico

1. O presente Processo CVM nº RJ 2013/8633 ("**Processo**") foi instaurado pela Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores ("**SOI**") desta Comissão para apurar a necessidade de realização de Oferta Pública de Aquisição de Ações ("**OPA**") por aumento de participação dos acionistas controladores do Banco Sofisa S.A. ("**Sofisa**" ou a "**Companhia**"), nos termos do artigo 4º, parágrafo 6º, da Lei 6.404/76, em decorrência da reclamação formulada pelo Reclamante, na qualidade de acionista minoritário da Companhia.

2. Em 04 de abril de 2014, o Reclamante recebeu o Ofício, por meio do qual a Gerência de Orientação aos Investidores 1 ("**GOI-1**") e a Gerência de Registros 1 ("**GER-1**"), da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM ("**SRE**") expressaram seu entendimento quanto à controvérsia objeto do Processo.

3. Não foi surpresa alguma a SRE e a SOI terem reconhecido o desenquadramento da Companhia em relação ao limite mínimo de ações em circulação e, conseqüentemente, determinando a obrigação dos acionistas controladores da Companhia de formular uma OPA por aumento de participação, nos termos que dispõe a ICVM 361 e a Lei das S.A..

4. Entretanto, e sem apresentar qualquer razão para tanto, o Ofício informa que os destinatários da referida OPA serão determinados de acordo com o critério adotado pelo Colegiado da CVM na decisão do Processo CVM nº RJ 2002/7383.

5. Ocorre que, como será demonstrado adiante, o Processo CVM nº 2002/7383 cuidou de situação materialmente distinta daquela que originou o presente Processo. A decisão no Processo CVM nº 2002/7383 não apenas considerou um arcabouço factual bastante distinto, mas também resolveu questão a respeito de direitos e interesses de natureza diversa. Portanto, não é aplicável, neste caso, o critério adotado em 2002 pelo Colegiado da CVM.

6. Com efeito, o Processo CVM nº 2002/7383 tratava de uma OPA por alienação de controle, ao passo que no caso do Banco Sofisa se está discutindo uma OPA por aumento de participação. Os bens jurídicos tutelados são distintos, e distintos também devem ser os regimes jurídicos a que se sujeita cada uma das situações.

7. Antes de se passar às razões que amparam este Pedido de Reconsideração, cabe mais um esclarecimento inicial: a fim de se evitar a surrada argumentação dirigida a fundos de investimentos que procuram fazer valer seus direitos, deve ser esclarecido que a Reclamante detém participação constante na Companhia desde a sua abertura de capital, mediante oferta pública inicial de ações, realizada em maio de 2007, muito antes, portanto, do início das discussões a respeito da baixa liquidez das ações de emissão da Companhia. Logo, como de costume, será descabida a alegação de que o acionista que reclama o faz por puro oportunismo ou outra motivação que não seja a legítima defesa de direito seu.

Os Fatos

8. Em termos resumidos, o Ofício reconhece que o grupo controlador da Companhia é composto por Hilda Diruhy Burmaian, Alexandre Burmaian, Ricardo Burmaian, Cláudia Regina Burmaian Loeab e Valéria Burmaian Kissajikian ("**Acionistas Controladores**"), os quais adquiriram percentual relevante de ações preferenciais de emissão de Sofisa (SFSA4), superior a 1/3 (um terço) do total daquela espécie de ações em circulação, ensejando, portanto, a realização de OPA por aumento de participação, nos termos da legislação supracitada.

9. De fato, é importante destacar que a própria Companhia e os Acionistas Controladores informaram, no Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Preferenciais da Emissão da Companhia, ("**Prospecto**"), que o controle da Companhia era de titularidade da "Família Burmaian". Vejamos o que dispunha a página 5 do Prospecto:

"A Família Burmaian é integrada pelos Srs. Alexandre Burmaian, Ricardo Burmaian, Cláudia Regina Burmaian Loeab, Valéria Burmaian Kissajikian e Hilda Diruhy Burmaian,

considerados em conjunto”

10. *E, na página 16 do Prospecto, esclarecia-se, com relação à Companhia, que:*
“(…) somos controlados pela Família Burmaian, que detém 99,9% de nosso capital social. Após a conclusão da Oferta, espera-se que a Família Burmaian detenha aproximadamente 100% de nosso capital votante e 75% de nosso capital total, sem considerar o exercício da Opção de Lote Suplementar”.
11. *Consequentemente, na hipótese de qualquer dos Acionistas Controladores adquirir ações de emissão da Companhia de determinada classe em percentual superior a 1/3 (um terço) do total da espécie em circulação, ficaria caracterizada a obrigatoriedade de realização de OPA por aumento de participação.*
12. *Na elaboração da resposta aos termos da Reclamação, a Companhia procurou afastar a obrigação de realizar a OPA por aumento de participação, fundamentando-se nas seguintes alegações: (i) determinados membros da Família Burmaian não poderiam ser considerados acionistas controladores da Companhia; (ii) a Reclamação teria um contexto coercitivo, apenas para garantir à Reclamante rentabilidade sobre o investimento; e (iii) as ações adquiridas pela Companhia para permanência em tesouraria não deveriam entrar no cômputo do limite de 1/3 (um terço) inserido no artigo 26 da ICVM 361.*
13. *Por não encontrarem abrigo seja nos fatos, seja nas regras legais e regulamentares, as teses da Companhia não lograram êxito.*
14. *A decisão da SRE, consubstanciada pelo MEMO/SRE/GER-1/Nº 17/2014 (“Memo SRE”), afastou, sem qualquer margem de dúvidas, todos e cada um dos argumentos apresentados pela Companhia e acolheu o pedido da Reclamante, propondo o encaminhamento de ofício ao Diretor de Relações com Investidores da Companhia informando sobre a obrigatoriedade de formulação de uma OPA por aumento de participação, nos termos do artigo 4º, parágrafo 6º, da Lei das S.A. e do artigo 26 da ICVM 361, e exigindo o protocolo da documentação pertinente no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de ciência do Ofício.*
15. *Ocorre que, ao determinar a obrigação de realização de OPA por aumento de participação, a SRE estabeleceu que os destinatários da OPA por aumento de participação da Companhia serão definidos conforme decisão do Colegiado da CVM no Processo CVM 2002/7383. Tal processo, no entanto, cuidou de OPA por alienação de controle da Francisco Stédile S.A. (“Fras-Le”) para a Randon Participações S.A. (“Randon”).*
16. *Surpresa com o entendimento da SRE, a Reclamante sequer pôde compreender as razões que supostamente serviriam de amparo, uma vez que o Memo SRE é omissivo nesse aspecto.*
17. *O presente Pedido de Reconsideração tem por objeto, portanto, afastar a (inapropriada, a juízo da Reclamante) adoção do critério utilizado no Processo CVM 2002/7383 para determinar o universo de destinatários da OPA a ser realizada como consequência da Reclamação.*
18. *Como ficará claro, caso se utilize o critério aplicado no processo de 2002, um contingente importante de acionistas não controladores de Sofisa, que de boa fé adquiriram ações da Companhia confiando em informações disponíveis publicamente na forma da Instrução CVM nº 480/09, ficará desprotegido da tutela que lhe é garantida.*
- O Processo CVM 2002/7383. Suas Peculiaridades e Diferenças em Relação ao Caso sob Exame.**
19. *Inicialmente, convém apresentar alguns esclarecimentos sobre o Processo CVM 2002/7383, os quais permitirão perceber a marcante diferença entre os fatos apreciados na decisão de 2002 e os fatos relacionados ao presente Processo.*
20. *O Processo CVM 2002/7383 trata de hipótese de OPA por alienação de controle acionário da Fras-Le para a Randon. A própria denominação da OPA já esclarece que o objeto do Processo CVM 2002/7383 é regular uma hipótese de situação distinta daquela que ensejou a Reclamação.*
21. *De fato, uma OPA por alienação de controle se justifica, essencialmente, por duas razões. A primeira, de natureza patrimonial, é obrigar o controlador a compartilhar o prêmio de controle com os acionistas minoritários, conforme prevê o art. 254-A da Lei das S.A.. A segunda é garantir aos minoritários uma proteção, por meio de direito de venda da posição acionária, na hipótese de mudança de controle – neste caso, o acionista poderia se desligar do quadro acionário caso antevisse, na mudança de controle, perspectivas menos favoráveis para seu investimento.*
22. *Além disso, é de se destacar que, no Processo CVM 2002/7383, a CVM optou por suspender a realização de OPA por alienação de controle “em razão da ocorrência de alguns desvios observados e da necessidade da obtenção de maiores esclarecimentos e informações sobre as operações”, pois “as diligências em seguida realizadas apontaram a existência de fortes indícios de irregularidades”[1].*
23. *Após a decisão da CVM de prosseguir com a OPA por alienação de controle – 6 (seis) anos após a decisão de suspendê-la – a Randon apresentou em sua defesa o fato de que houve mudanças radicais na estrutura do negócio, ou seja, as condições observadas 6 (seis) anos antes não mais estavam presentes.*

24. Isso se devia principalmente: (i) à alteração dos proprietários das ações da Fras-Le, em decorrência das negociações realizadas com as ações da Fras-Le durante o tempo que a decisão sobre a OPA esteve suspensa; (ii) ao reduzido free float da Fras-Le após a revogação da suspensão (menos de 1% das ações da Fras-Le estavam em circulação no mercado); e (iii) à alteração da composição do capital social da Fras-Le mediante aumentos de capital realizados e o ingresso de novos sócios estratégicos.

25. Após o recurso da Randon, a área técnica da CVM solicitou a opinião da Procuradoria Federal Especializada ("PFE") com relação à definição de "ações em circulação". A PFE, acertadamente, opinou definindo ações em circulação tal como hoje consta do artigo 3º, da Instrução CVM nº 361/02[2] e concluindo no sentido de que a OPA por alienação de controle da Fras-Le, se tivesse sido realizada em 1996, quando do pedido de realização pela Randon, deveria alcançar todos os titulares das ações em circulação naquele momento.

26. No entanto, o Subprocurador-Chefe da Subprocuradoria Jurídica 1 ("GJU-1"), ao despachar a opinião da PFE afirmou que, embora tecnicamente correta, seria praticamente impossível restabelecer a composição acionária da Fras-Le na época da formulação do pedido de OPA. Adicionalmente, a GJU-1 opinou no sentido de que a solução mais viável seria a realização de OPA tendo como destinatários apenas os acionistas titulares de ações da Fras-Le desde a época da alienação do controle, o que foi subscrito pela SRE.

27. O cerne da questão é que o Processo CVM 2002/7383 apresentava uma questão de dificuldade prática na aplicação da regulamentação.

28. Se por um lado seria correta a aplicação da definição de "ações em circulação" conforme entendido pela PFE e o deferimento da OPA tendo como destinatários todos os titulares de ações da Fras-Le no momento do protocolo dos documentos pertinentes na CVM, por outro lado, a CVM, por uma questão de legalidade, não poderia deixar de obrigar a Randon a realizar a OPA simplesmente pelo fato de que o artigo da Lei das S.A. que anteriormente regia a matéria fora revogado ou ainda pelo longo prazo de suspensão do processo.

29. O problema é que, aparentemente, ambas as partes acabaram por ter razão, tendo em vista as dificuldades práticas acarretadas pelo longo período em que o processo permaneceu suspenso. O próprio relator do Processo CVM nº RJ 2002/7383 afirmou que:

"a meu ver, deve o recurso ter negado seu provimento, apesar de a Randon ter, em parte, razão no que alega (...) porque o pedido nele incluso, para que não seja realizada a OPA por alienação de controle da Fras-Le não procede. A Randon alega que não mais seria necessária ou obrigatória a realização da OPA, seja pela revogação do então vigente artigo 254 da Lei 6.404/76, seja em razão do decurso de mais de 6 anos da realização do negócio jurídica que a motivava."(grifou-se)

30. Em outras palavras, se do ponto de vista técnico-jurídico, teria razão a Randon, por outro lado os detalhes do caso concreto impediriam a aplicação da lei e da regulamentação da CVM atinentes.

31. A GJU-1 apresentou, então, qual seria solução da controvérsia objeto do Processo CVM nº RJ 2002/7383: restabelecer a composição do capital social da Fras-Le à época da alienação, calcular os respectivos quinhões, adicionar o valor pago pelo prêmio de controle e encontrar o valor que seria obtido em caso de alienação posterior.

32. Todavia, e nesse ponto há de se concordar com a GJU-1, seria praticamente impossível se obter tais informações. Em virtude de tais dificuldades práticas, se optou por definir como destinatários da OPA os titulares de ações da Fras-Le à época da alienação que permaneciam como acionistas até a data da decisão da CVM.

33. Ou seja, o que a CVM fez nos autos do Processo CVM 2002/7383 foi eliminar um problema de ordem prática por meio da solução mais viável dentre aquelas possíveis. Note-se que, apesar de não ter sido uma decisão perfeita do ponto de vista jurídico abstrato, foi a decisão que originou, na opinião da CVM, o menor prejuízo possível naquele caso específico. Isso fica claro com a leitura do seguinte trecho da manifestação da PFE nos autos:

"aos demais acionistas que já alienaram suas participações restaria buscar junto à Randon ou ao Poder Judiciário o ressarcimento de seu prejuízo."[3]

34. Assim, foi reconhecido pela própria PFE que o prejuízo causado aos acionistas da Fras-Le não havia sido propriamente ressarcido pela decisão da CVM no Processo CVM nº 2002/7383.

35. O trecho acima destacado confirma ainda o fato de que o precedente inserido no Memo SRE não reflete a jurisprudência da CVM a ponto de servir genericamente como orientação para futuros casos, e sim a solução mais viável e menos prejudicial, na visão da CVM, para um problema único e específico, o qual não voltaria a ser enfrentado pela autarquia.

36. Seja como for, ainda que o Processo CVM nº 2002/7383 não apresentasse todas as peculiaridades acima descritas, ainda assim o critério ali firmado para definição do universo de acionistas destinatários da OPA não se prestaria ao caso em tela.

37. Marcante Distinção Entre os Bens Jurídicos Tutelados por Cada Tipo de OPA

38. Uma análise comparativa dos bens jurídicos tutelados pela OPA por aumento de

participação e pela OPA por alienação de controle serve para demonstrar, de forma categórica, a inadequação do critério adotado no Processo CVM nº 2002/7383 ao presente Processo, como quer a SRE.

39. Conforme esclarecido acima, tanto a opinião doutrinária como a jurisprudência existente sobre o tema identificam como sendo o objetivo principal da OPA por alienação de controle, o compartilhamento do prêmio de controle pago pela aquisição do controle societário de determinada companhia. Tal modalidade de OPA, portanto, consiste em mecanismo de garantia de direito patrimonial dos acionistas não controladores[4].

40. Vejamos, inicialmente, a opinião da doutrina a respeito da OPA por alienação de controle, nas palavras de Nelson Eizirik:

"Tal operação de alienação de controle de companhia aberta acarreta, em diversos ordenamentos jurídicos, a obrigatoriedade de o adquirente do controle promover a oferta pública dirigida aos acionistas minoritários, assegurando-lhes o direito de venderem as ações de sua propriedade em conjunto com o antigo controlador, no momento em que este transfere o poder de controle.

Com efeito, no Direito Inglês, a imposição legal da oferta pública por ocasião da alienação de controle de companhia aberta foi inicialmente adotada, com a promulgação do City Code, em 1968. O fundamento para a obrigatoriedade de realização das ofertas públicas obrigatórias (mandatory offers) é justamente permitir que os acionistas minoritários possam usufruir das mesmas oportunidades obtidas pelos controladores quando estes estejam se retirando da companhia.

No Direito Francês, também prevalece o princípio de igualdade de oportunidade entre os acionistas, do qual resulta a necessidade de, nos casos de alienação de controle, o adquirente formular oferta pública para comprar as ações detidas pelos acionistas minoritários ao mesmo preço pelo qual a cessão do bloco de controle foi realizada."[5] (grifou-se)

41. A jurisprudência sobre a OPA por alienação de controle não é em outro sentido, conforme demonstram os precedentes abaixo:

"Logo de início, precisamos reconhecer que é muito difícil identificar um propósito claro para o art. 254-A. Na literatura internacional, costuma-se atribuir três possíveis propósitos para a obrigatoriedade da oferta pública por alienação de controle: (i) preservar a igualdade entre os acionistas; (ii) repartir o prêmio de controle; e (iii) conferir direito de saída em caso de mudança estrutural.

No Brasil, o primeiro objetivo foi aventado na vigência do revogado art. 254, que falava literalmente em "tratamento igualitário". Mas qualquer que fosse a aderência desse propósito à disciplina legal anterior, ela deixou de existir após a reforma, pois o próprio art. 254-A permite o tratamento desigual: o acionista minoritário tem direito a apenas 80% do preço pago ao controlador. Além disso, só os ordinaristas têm direito à oferta.

Por isso, a visão predominante é de que o art. 254-A visa repartir o prêmio de controle entre os acionistas (...)."[6]

"Isso porque, o objetivo do disposto no art. 254-A, regulamentado pela Instrução CVM nº 361/02, é garantir parte do prêmio de controle aos demais acionistas que possuam as mesmas ações que o acionista controlador (...)."[7]

42. O que o Colegiado da CVM resguardou, ao decidir o Processo CVM 2002/7383, foi o direito dos acionistas minoritários de participarem do prêmio de controle pago aos acionistas controladores da Fras-Le pela Randon.

43. Correndo o risco da repetição, frise-se, novamente, que a solução única encontrada pela CVM para proteger o bem jurídico em questão foi destinar a OPA por alienação de controle aos acionistas titulares de ações da Fras-Le desde a época da alienação de controle até o momento do protocolo da documentação pertinente junto à CVM, já que seria inviável atingir tal objetivo procedendo sem alguma concessão ao absoluto rigor técnico.

44. Já no que se refere à OPA por aumento de participação - objeto da Reclamação - cabe esclarecer que seu objetivo não é compartilhar um prêmio ou outro valor pecuniário ou patrimonial aos acionistas minoritários. O que se pretende com a OPA por aumento de participação é outorgar aos acionistas titulares de ações em circulação uma proteção contra a perda de liquidez, consubstanciada pela opção de venda de suas ações caso o acionista controlador adquira determinado percentual das ações em circulação.

45. Na medida em que os acionistas controladores de determinada companhia adquirem um percentual específico de ações de determinada classe ou espécie, cai o número de ações em circulação e, conseqüentemente, a liquidez de tais ações é reduzida, causando prejuízo aos acionistas não controladores titulares de tais papéis.

46. Isto porque a redução da liquidez acarreta perda de espaço de mercado e poder de negociação para os acionistas minoritários, que acabam tendo os acionistas controladores como os únicos interessados em adquirir aquelas ações. Por óbvio, ao se negociar ações com liquidez restrita, os acionistas minoritários se equiparam a verdadeiros reféns das condições comerciais e jurídicas estipuladas pelo acionista controlador.

47. Consequentemente é possível afirmar que a OPA por aumento de participação é o instrumento jurídico de defesa dos acionistas minoritários contra o chamado "fechamento branco de capital". Notemos abaixo o que a doutrina ensina a esse respeito:

"A expressão 'fechamento branco' de capital é utilizada na prática do mercado para designar os casos em que o **acionista controlador adquire, paulatinamente, as ações em circulação no mercado emitidas pela companhia que controla, sem, no entanto, realizar uma oferta pública** para cancelar o seu registro perante a CVM.

Essa prática pode ser **prejudicial ao interesse dos acionistas minoritários, na medida em que, ao adquirir quantidade significativa das ações de emissão de sua controlada, o acionista controlador reduz a liquidez dos papéis, sem, no entanto, assegurar ao acionista minoritário as proteções que lhe seriam conferidas caso a aquisição ocorresse por meio de uma oferta pública** de cancelamento de registro.

Com a **liquidez reduzida, o acionista controlador passa a ter o poder de determinar o preço e as condições em que as ações de sua controlada serão negociadas no mercado secundário, visto que, caso resolva alienar suas ações, o acionista minoritário passa a ter como único comprador potencial o próprio acionista controlador.**

Como se verifica, **o objetivo do novo §6º do artigo 4º (da Lei das S.A.)**, à semelhança da Instrução CVM nº 354/2000, **consiste em evitar que o acionista controlador impeça a liquidez das ações de emissão de sua controlada no mercado, em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários. Para que possa adquirir quantidades significativas de ações, o controlador deverá observar todos os procedimentos previstos para as ofertas públicas** de cancelamento de registro de companhia aberta, especialmente no que se refere à fixação do preço da oferta."^[8]

48. Não à toa, a realização de uma OPA por aumento de participação deve observar as regras aplicáveis às OPAs para cancelamento de registro. Sobre o assunto, vale, mais uma vez, recorrer a Nelson Eizirik:

"Note-se que, conforme referido, **a OPA por aumento de participação está sujeita a todas as regras incidentes sobre a OPA para cancelamento de registro**, inclusive a possibilidade de revisão do preço da oferta, por deliberação aprovada em assembléia especial das ações em circulação no mercado, no entanto, ao contrário do que ocorre na OPA para fechamento de capital, o ofertante não poderá simplesmente desistir da OPA caso o pedido de revisão resulte na fixação de um valor superior ao que ele originalmente propôs.

Com efeito, as aquisições por ele realizadas, já tiveram o efeito de reduzir a liquidez das ações remanescentes, ele somente poderia se eximir da obrigação de promover a OPA em questão caso alienasse no mercado as ações por ele adquiridas e que excedam os percentuais estabelecidos no artigo 26 da Instrução."^[9]

49. Destaque-se que também a jurisprudência da CVM é alinhada ao conceito de proteção da liquidez quando se refere à OPA por aumento de participação. Vejamos os precedentes abaixo:

"Entretanto, como o bem jurídico protegido pelo § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76 é, expressamente, a "liquidez das ações remanescentes" — que ficaria impedida com a aquisição pelo controlador —, a Instrução 361 criou um procedimento alternativo à obrigação de realizar a OPA por Aumento de Participação, facultando ao acionista controlador, uma vez autorizado pela CVM, a alienação das ações adquiridas em excesso ao limite regulamentar, no prazo máximo de três meses, a contar da aquisição das ações (art. 28 da Instrução 361)."^[10]

"Como se sabe, a Instrução CVM n.º 361/02 regulamentou as OPAs por aumento de participação, estabelecendo, entretanto, a possibilidade de um procedimento alternativo, consistente na alienação, em certo prazo (e com restrição de utilização freqüente), do excesso de participação adquirido, e isto porque o bem jurídico protegido pelo § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76 é, expressamente, a "liquidez das ações remanescentes."^[11]

50. Essa distinção tem importância fundamental para a questão objeto de análise por parte da SRE quanto aos destinatários da OPA por aumento de participação da Companhia e deveria, no entender da Reclamante, ser considerada.

51. Na OPA por alienação de controle, por razões óbvias, somente fazem jus ao direito de participar da oferta os acionistas titulares de ações da sociedade cujo controle foi adquirido, na data da alienação do controle. Se fosse diferente, poderia haver dupla injustiça, com acionistas deixando de receber sua fração do prêmio de controle e outros recebendo aquilo a que não tinham direito. Logo, a CVM entendeu como a solução menos prejudicial que os destinatários daquela OPA por alienação de controle seriam os titulares de ações à época da alienação que tenham permanecido até o momento da OPA, eliminando o risco de se ter que aferir a base acionária da Fras-Le na época da alienação.

52. Portanto, se no contexto do Processo CVM nº 2002/7383 tal decisão fez algum sentido, o mesmo não se pode afirmar em relação à Reclamação ora sob análise.

53. Aqui se trata de OPA por aumento de participação, cujo objetivo, como vimos, é distinto da OPA por alienação de controle. Se o objetivo é outorgar uma opção de venda aos acionistas minoritários da Companhia que temem pela diminuição da liquidez de seus ativos, não faz sentido, nem se coaduna com o sentido das regras aplicáveis, determinar que os destinatários da OPA sejam tão somente aqueles titulares de ações da Companhia desde o momento da infração do limite disposto no artigo 26 da ICVM 361 até o protocolo da documentação pertinente junto à CVM.

54. A restrição de liquidez dos papéis da Companhia é algo que afeta a todos os atuais acionistas, independentemente do momento em que tenham adquirido suas ações.

55. Convém esclarecer que, no caso concreto, o descumprimento do limite de aquisição de ações que constitui o "gatilho" para a obrigação da OPA por aumento de participação não ocorreu em um único momento, como, por exemplo, em uma operação realizada pelos acionistas controladores, caso em que seria facilmente aferido o momento de infração ao limite do artigo 26 da ICVM 361.

56. Pelo contrário, o descumprimento do limite ocorreu em movimento progressivo e continuado, por meio de uma série de aquisições, cuidadosamente traçadas e planejadas pelos Acionistas Controladores. Prova disso é que a própria CVM não notou, de ofício, o descumprimento do referido limite, muito embora a Companhia e os Acionistas Controladores estejam sujeitos às regras de disclosure publicadas pela CVM acerca da aquisição de ações por acionistas controladores.

57. Seja como for, o fato é que, desde o final de 2008, várias operações com ações da Companhia foram realizadas, e os envolvidos em tais operações confiaram, de boa fé, nas informações publicamente disponíveis. E tais informações, como se sabe, não apontavam a situação de desenquadramento da Companhia em relação ao limite de ações em circulação.

58. Em se tratando de um movimento programado e contínuo, realizado em etapas sucessivas e intercaladas, é tarefa assaz complexa determinar, com precisão, em qual momento houve efetivamente uma restrição significativa na liquidez dos papéis de emissão da Companhia. Por outro lado, há elementos para se precisar em que momento os efeitos do desenquadramento começaram a ser percebidos.

59. Dito isto, quem seriam os destinatários da OPA por aumento de participação da Companhia?

60. Naturalmente, todos os titulares das ações em circulação da Companhia até a data de realização da OPA merecem a proteção outorgada pela regulamentação aplicável. Entendimento distinto deixaria diversos acionistas inexplicavelmente desprotegidos com relação aos efeitos da redução de liquidez da Companhia.

61. O risco a ser mitigado – de exposição à perda de liquidez para além dos limites de ações em circulação – deve ser considerado no momento presente, e não no passado, como havia sido feito pela CVM no âmbito do Processo RJ nº 2002/7383.

62. Portanto, a manutenção do entendimento exposto no Memo SRE estaria afetando negativamente, e sem qualquer fundamentação legal, o direito a que fazem jus os acionistas minoritários da Companhia, os quais serão injustamente prejudicados.

63. Ressalte-se que à CVM não cabe tratar de forma diferenciada titulares de um mesmo direito, sob as mesmas condições, seja para beneficiar o titular do direito, seja para prejudicá-lo.

64. Se a lei e a regulamentação optaram por não distinguir determinadas pessoas sob uma situação específica, não cabe à CVM fazê-lo neste caso, ainda mais quando ausente qualquer previsão legal que permita tal interpretação. É pertinente considerar o que estabelece a ICVM 361/02 a respeito:

"Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6o do art. 4o da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§ 1o e 2o do art. 37.

(...)

§2o A OPA de que trata este artigo **deverá ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas.**"

"Art. 3o Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

(...)

III – ações em circulação: todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria;"

"Art. 4o Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:

I – a OPA será sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma

espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA, assegurado o rateio entre os aceitantes de OPA parcial;

II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento eqüitativo 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;” (grifou-se)

65. Conclui-se, portanto, que as regras aplicáveis não prevêem limitações temporais ou ainda quaisquer outros pré-requisitos para os acionistas minoritários afetados por aumento de participação dos controladores.

66. Muito pelo contrário. Quando se preocupou em delimitar os destinatários da OPA por aumento de participação, a CVM foi categórica ao dispor no inciso I, do artigo 4º da Instrução CVM 361, que “a OPA será sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA.”

67. A partir disso, é possível chegar a duas conclusões:

(i) A SRE, ao estabelecer o Processo CVM 2002/7383 como precedente capaz de fornecer o parâmetro para definição dos destinatários da OPA por aumento de participação da Companhia, não atentou aos requisitos de semelhança necessários, uma vez que o Processo CVM 2002/7383 e a Reclamação tratam de hipóteses de OPA distintas, nas quais se pretende tutelar bens jurídicos distintos; e

(ii) A limitação da OPA por aumento de participação da Companhia aos titulares de ações preferenciais no momento da infração do limite disposto no artigo 26 da ICVM 361 afeta negativamente, e sem quaisquer fundamentos ou bases legais para tanto, o direito a que fazem jus os acionistas minoritários da Companhia, os quais serão injustamente prejudicados.

Os Direitos Conferidos aos Titulares das Ações de Emissão da Companhia e seu Exercício.

68. Embora a distinção entre os bens jurídicos tutelados pela OPA já fosse suficiente para afastar a aplicação do Processo CVM 2002/7383 à Reclamação, convém tecer alguns comentários acerca do direito de propriedade das ações e do exercício dos direitos inerentes às ações por seus titulares.

69. A propriedade da ação, assim como a de qualquer outro valor mobiliário, é um direito real, nos termos do artigo 1.225 da Lei 10.406/02, podendo os proprietários das ações delas usar, gozar e dispor.

70. Considerando-se o princípio da livre circulação das ações de emissão de uma companhia, conforme previsto na Lei das S.A. e sabendo que a alienação é uma das causas da extinção da propriedade, a transferência da titularidade das ações tem como consequência jurídica a transferência dos direitos a elas inerentes.

71. Noutras palavras, o direito real adere à coisa – no caso, à ação – e não ao seu titular, reafirmando a condição de direito real a que faz jus o proprietário das ações.

72. A CVM já se manifestou sobre o tema em diversas oportunidades, mais especificamente em julgados referentes ao exercício de determinado direito inerente à ação (tal como direito de recesso) em caso de empréstimo de ações (vide Processos CVM nº RJ 2011-13464, CVM nº RJ 2012-1312 e 2012-249). Em todas as ocasiões, a CVM foi categórica ao confirmar, por exemplo, que o empréstimo de ações significa a transferência da propriedade das ações e juntamente os direitos inerentes à titularidade daquela ação, conforme exemplos abaixo:

“Não se pode confundir os diversos institutos legais. Assim o faz o Reclamante quando afirma que alugar não é vender, pois a propriedade com todos direitos inerentes a ela continua na titularidade do acionista.”[12]

“O direito real de propriedade da ação efetivamente é transferido para o tomador, que, perante a companhia emissora, será o novo titular do valor mobiliário e beneficiário de todos os direitos advindos de sua titularidade.”[13]

73. A partir disso, podemos formular as seguintes premissas: (i) as ações conferem um direito real a seus proprietários; (ii) os proprietários das ações são titulares do exercício dos direitos a elas inerentes, tais como o direito de usar, gozar, dispor, bem como todos os demais direitos inerentes à coisa (ação); e (iii) a jurisprudência da CVM é pacífica em corroborar as afirmações anteriores.

74. Diante disso, a equiparação do caso em tela ao Processo CVM 2002/7383, seria não apenas uma afronta ao direito de participação na OPA por aumento de participação conferido aos proprietários das ações da Companhia, como também uma afronta ao direito de proteção conferido pelas normas regulamentares da CVM e pela Lei das S.A.

75. Em suma: a privação do direito de participação na OPA por aumento de participação da Companhia constituiria grave prejuízo aos atuais proprietários das ações de emissão da Companhia.

76. Com efeito, estaria além da competência da CVM qualquer decisão que restringisse a transferência da propriedade e do direito real nela insculpido, por falta de embasamento legal.

77. Sobre o assunto, veja-se a opinião da SEP no Processo CVM nº RJ 2012-1312:

"a SEP entende que, por ocorrer a transferência de propriedade das ações no empréstimo, não há como estabelecer, no arcabouço jurídico atual, diferenciações ou mitigações nos efeitos dessa transferência, na esfera societária."

78. *É inquestionável que o direito real inerente à propriedade das ações é efetivamente transferido ao novo proprietário que, perante a Companhia, será o novo titular e beneficiário de todos os direitos advindos de sua titularidade, incluindo o direito de participar da OPA por aumento de participação e proteger-se da restrição de liquidez criada pelo comportamento do grupo controlador.*

79. *O entendimento do Memo SER carece, portanto, de ajuste neste aspecto, a fim de se garantir o direito decorrente da propriedade das ações.*

Pedido

80. *Diante de todo o exposto, a Reclamante requer:*

- (a) *Que seja reconsiderada a decisão do Memo SRE, conforme disposta no Ofício, tão somente para esclarecer que os destinatários da OPA por aumento de participação da Companhia deverão ser definidos com base na ICVM 361, de forma que a referida OPA seja destinada a todos os titulares de ações preferenciais de emissão da Companhia na data da OPA;*
- (b) *Que a SOI oficie a Companhia imputando-lhe a obrigação de publicação de anúncio de Fato Relevante, com o objetivo de informar ao mercado a decisão proferida pela GOI-1 no âmbito da Reclamação, diante da capacidade da decisão de influenciar a cotação dos valores mobiliários de emissão da Companhia, bem como a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter as ações de emissão da Companhia; e*
- (c) *Alternativamente, caso se entenda pela manutenção da decisão acerca dos destinatários da OPA por aumento de participação, que o presente pedido de reconsideração seja encaminhado ao Colegiado da CVM, na forma de Recurso à decisão formulada nos termos do Ofício.*

III. Nossas Considerações

3.1 Devido às peculiaridades do presente caso, mais especificamente quanto ao momento em que teria incidido o fato gerador da OPA, há cerca de seis anos, esta área técnica determinou, conforme consta do MEMO/SRE/GER-1/Nº 17/2014 (fls. 22 a 81), que os destinatários desta OPA fossem definidos conforme decisão do Colegiado da CVM datada de 21/01/2003, no âmbito da OPA por alienação de controle de Francisco Stédile S.A. ("Fras-le"), tratado no Processo CVM nº RJ-2002-7383.

3.2 A referida alienação de controle de Francisco Stédile S.A. teve como alienante a Participale Administração e Participações Ltda. e como adquirente a Randon Participações S.A. ("Randon"), tendo sido finalizada em 10/01/1996, e seguida de protocolo na CVM do pedido de registro de OPA por alienação de controle.

3.3 Em 13 de março de 1996, a CVM suspendeu aquela oferta e abriu o Inquérito Administrativo CVM nº 27/99 de forma a apurar a eventual ocorrência de irregularidades na alienação de controle.

3.4 Tal Inquérito Administrativo foi julgado em reunião do colegiado de 28/03/2002, e, entre outras deliberações, decidiu pela retomada da OPA por alienação de controle de Fras-le, por conta e ordem de Randon.

3.5 De forma a verificar quais seriam os destinatários da referida oferta, 6 anos após o seu fato gerador, a SRE consultou a Procuradoria da CVM ("PJU") sobre o tema, questionando se a OPA deveria ser realizada somente com relação aos antigos acionistas (titulares de ações em 1996) ou estendida a todos os acionistas, atuais ou antigos.

3.6 Primeiramente, a Procuradora Federal responsável entendeu que não haveria como realizar a OPA somente para os antigos acionistas, até porque a OPA que deveria ter sido realizada em 1996 alcançaria todas as ações em circulação e, hoje, deveria ter o mesmo condão, ou seja, o de alcançar todas as ações em circulação.

3.7 Por sua vez, o Procurador Chefe da CVM entendeu de forma diversa, da seguinte forma:

"(...) A decisão de retomada imediata da oferta pública, em que pese tecnicamente correta, afigura-se, senão impossível, de difícilíssima liquidação.

Com efeito, os destinatários dessa oferta pública não podem ser outros que não os acionistas minoritários da Fras-le à época da alienação do controle acionário e tendo como base o exato montante de ações por eles detidos naquele tempo.

Ocorre que, decorridos cerca de seis anos do evento, e após diversas transferências de propriedade de ações, resta praticamente inviável restabelecer a exata composição acionária para os efeitos da oferta que se impõe. Ademais, para cada acionista beneficiário dever-se-ia considerar, no cálculo do quinhão que ora lhe caberia, não só o valor da ação à época acrescido do ágio pago pelo controle, como também dever-se-ia considerar, no cálculo do quinhão que ora lhe caberia, não só o valor da ação à época acrescido do ágio pago pelo controle, como também dever-se-ia descontar a quantia por ele obtida caso tenha posteriormente alienado suas ações.

Destarte, entendo que a solução mais viável no presente caso seria a realização da oferta pública apenas para aqueles acionistas detentores de participações minoritárias na companhia à época da alienação do controle. Aos demais acionistas que já alienaram suas participações restaria buscar junto à Randon ou ao Poder Judiciário ressarcimento do seu prejuízo."

3.8 De acordo com o entendimento acima, a SRE determinou que "A OPA deve [deveria] destinar-se aos atuais acionistas que detinham ações ordinárias em circulação à época da alienação do controle."

3.9 A Randon interpôs recurso contra a decisão supra, e o Colegiado da CVM, por sua vez, corroborou o entendimento da SRE em decisão de 21/01/2003, conforme consta do voto do então diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, transcrito abaixo, o qual foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado:

"Assunto: Recurso contra decisão que determinou realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA)

Interessados: Randon Participações S.A.

Relator: Luiz Antonio de Sampaio Campos

Senhores Membros do Colegiado,

1. *Insurge-se a Randon Participações S.A. contra a decisão do Colegiado desta Autarquia, tomada em reunião de 28/03/02 e durante a apreciação de Relatório da Comissão de Inquérito nomeada para apurar a eventual ocorrência de irregularidades na alienação do controle acionário da Francisco Stédile S.A. ("Fras-Le"), quando se determinou que a Randon desse prosseguimento à oferta pública de aquisição de ações ordinárias da Fras-Le exigida pelo art. 254 da Lei nº 6.404/76.*

2. *A oferta pública de aquisição ("OPA") em questão ficou suspensa por determinação da então Gerência de Operações Especiais – GEO, como tive a oportunidade de mencionar no Relatório apresentado ao Colegiado naquela reunião, cujo seguinte trecho transcrevo:*

"2. O presente processo teve início, em fevereiro de 1996, com os trabalhos de análise desenvolvidos pela Gerência de Operações Especiais – GEO na documentação referente à Oferta Pública de Compra de Ações Ordinárias Escriturais de Emissão da Fras-Le por conta e ordem da Randon, coordenada pelo Banco Bradesco S.A. Na mesma ocasião, a GEO analisou a possível necessidade de realização de oferta pública, nos termos do então vigente art. 254 da Lei nº 6.404/76, em razão da aquisição pela Participale do controle da Agrale S.A. ("Agrale"), tendo sido posteriormente apresentada à CVM a documentação relativa a tal oferta pública.

3. Estava-se diante, portanto, de uma operação de reestruturação societária de sociedades controladas pela Família Stedile, que resultou na alienação apenas do controle da sociedade Fras-Le ao grupo Randon, permanecendo a Agrale como companhia do grupo Stedile.

4. Em razão da ocorrência de alguns desvios observados e na necessidade da obtenção de maiores esclarecimentos e informações sobre as operações, a GEO entendeu necessário suspender a aprovação das ofertas públicas, o que veio a interromper o prazo estabelecido no item VII da Resolução CMN nº 401/76. As diligências em seguida realizadas apontaram existência de fortes indícios de irregularidades, o que ensejou a propositura de abertura do presente inquérito administrativo. (...)

22. Ao final, a Comissão de Inquérito ressalta que a GEO suspendera o prazo estabelecido na Resolução CMN nº 401/76 para a aprovação das ofertas públicas de compra de ações da Fras-Le e da Agrale anteriormente mencionadas, pelo que seria necessário que se desse prosseguimento às providências cabíveis."

3. *Portanto, findos os trabalhos da Comissão de Inquérito, ato contínuo, determinou-se que fosse informada o adquirente do controle da necessidade de levar em adiante a oferta pública.*

4. *Em 08/08/02, em resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº897/2002 (fls. 21), pelo qual a SRE informou que deveria ser retomado o procedimento de registro da OPA de ações da Fras-Le, a Randon encaminhou pleito de reconsideração daquela decisão (fls. 22/24), em razão do seguinte:*

i. em 10/01/96, a Participale Administração e Participações Ltda., ex-controladora da Fras-le S.A., alienou o controle acionário desta à Randon, que passou a deter 57,66% do capital votante da Fras-le, remanescendo em circulação no mercado cerca de 42,33% das ações ordinárias de emissão da Fras-Le;

ii. imediatamente após a transferência de controle, a Randon teria encaminhado à CVM pedido de registro de oferta pública, com o objetivo de dar cumprimento ao então vigente artigo 254 da Lei nº 6.404/76;

iii. após exame da minuta oficial do Edital de Oferta Pública, a CVM solicitou à Randon o envio de documentos e declarou suspenso o prazo de até 45 dias para aprovação do instrumento da Oferta Pública;

iv. a CVM não teria mais se manifestado a respeito, até que em 24/07/02 teria sido expedido o ofício determinando que a Randon retomasse o procedimento de registro da oferta pública;

v. não se justificaria agora a oferta pública, em especial nos termos em que requerido, pois: (1)

quase a totalidade das ações em circulação na época da aquisição do controle da Fras-Le já teriam sido negociadas e adquiridas pela Randon, restando menos de 1% de free-float; e (2) após a alienação do controle, houve rodadas de aumento de capital para ingresso de novos acionistas, estando hoje 99,90% das ações ordinárias concentradas em 3 acionistas (Randon, Previ e Petros);

vi. seria inaplicável a determinação de que fosse observada as normas da Instrução CVM nº 361/02, pois caracterizar-se-ia como aplicação irretroativa da norma;

vii. mesmo que aplicável fosse, os custos de avaliação, contratação de instituição financeira e publicação de editais seria incompatíveis (provavelmente maiores) com o valor da oferta, bem como passados 6 anos, a atual situação financeira e patrimonial da Fras-Le não representada aquela da data de alienação do controle, quando o patrimônio líquido era negativo.

5. A GER-1 solicitou que a Procuradoria desta Autarquia se manifestasse sobre o conceito de "ações em circulação", para fins de definição dos destinatários de uma OPA. Foi elaborado o MEMO/CVM/GJU-1/Nº175/02 (fls. 25/26), tendo a procuradora-signatária concluído que, diante da definição constante do art. 3º, inciso III da Instrução CVM nº 361/02, que estabelece que "ações em circulação são todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionistas controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria", não haveria como realizar a OPA somente para os antigos acionistas, até porque a OPA que deveria ter sido realizada em 1996 alcançaria todas as ações em circulação, e, hoje, deveria ter o mesmo condão.

6. Ao despachar o Memo citado, o subprocurador-chefe da GJU-1 discordou da conclusão nele contida, afirmando que, em que pese tecnicamente correta, afigurar-se-ia, senão impossível, de difícil liquidação, uma vez que, decorridos 6 anos do evento, e após diversas transferências de propriedade das ações, resta praticamente inviável restabelecer a exata composição acionária para os efeitos da oferta que se impõe. Destaca ainda que, para cada acionista beneficiário dever-se-ia considerar, no cálculo do quinhão que ora lhe caberia, não só o valor da ação à época acrescido do ágio pago pelo controle, como também dever-se-ia descontar a quantia por ele obtida caso tenha posteriormente alienado suas ações (fls. 27).

7. Assim, a solução mais viável, no entender do titular da GJU-1, seria realizar a OPA apenas para os acionistas detentores de participações minoritárias na companhia à época da alienação do controle, sendo certo que, aos demais acionistas que já alienaram suas participações, restaria buscar junto à Randon ou ao Poder Judiciário o ressarcimento do seu prejuízo.

8. A SRE, em 30/09/02, reiterou a necessidade de a Randon proceder à realização da OPA, destacando que a oferta deveria se destinar somente "aos atuais acionistas que detinham ações ordinárias à época da alienação de controle" (fls. 28).

9. Em 17/10/02, a Randon protocolou expediente, encaminhado ao Presidente da CVM, manifestando novamente a sua discordância quanto à necessidade de realização da OPA e solicitando que tal expediente fosse acolhido como recurso, submetendo-o ao Colegiado, no sentido de que seja reconsiderada a decisão de 28/03/02 (fls. 02/05). Em razão de ter sido o relator do voto que determinou a realização da OPA em questão, o processo me foi encaminhado para análise.

10. Além das alegações citadas anteriormente, a Randon argumenta, em suas razões de recurso, que:

i. a norma (Instrução CVM nº 361/02) não teria o caráter de fornecer elementos de valor para o acionista minoritário avaliar a proposta (oferta pública);

ii. o procedimento exigido em nada contribuiria para o melhor juízo do investidor em relação à Oferta, sendo inócuo em relação ao objetivo que se propõe;

iii. a aplicação da norma deveria ter alguma finalidade objetiva, material e concreta;

iv. a excepcionalidade do caso em tela, que se enquadraria no que prevê o artigo 34 da Instrução CVM nº 361/2002, se faz presente pois: (1) os custos dos serviços de avaliação, contratação de instituição financeira e publicação dos editais são incompatíveis – e provavelmente maiores – com o valor da oferta; e (2) a atual situação patrimonial e financeira da Fras-Le é incomparável com a situação da época da aquisição do controle.

11. A Gerência de Registro-1, no MEMO/SRE/GER-1/Nº 229/2002, tece as seguintes considerações (fls. 29/35):

i. a norma legal que dispunha sobre a matéria era o artigo 254 da Lei 6.404/76;

ii. as alegações relativas às ações existentes à época da alienação ainda em circulação, à concentração da propriedade das ações da Fras-le ainda em circulação e aos custos inerentes à realização da OPA não desqualificam, nos termos da norma acima citada, a necessidade da Randon proceder a OPA por alienação de controle da Fras-le;

iii. a PJU manifestou seu entendimento (fls. 25 a 27) de que "a solução mais viável no presente caso seria a realização da oferta pública apenas para aqueles acionistas detentores de participações na companhia à época da alienação do controle. Aos demais acionistas que já alienaram suas participações restaria buscar junto à Randon ou ao Poder Judiciário o ressarcimento de seu prejuízo";

iv. a Instrução é uma norma meramente procedimental, as condições previstas em Lei para que

haja necessidade de proceder à OPA já estavam presentes quando da alienação do controle da Fras-le em 1996;

v. os acionistas detentores das ações ordinárias em circulação, existentes à ocasião da alienação, não podem ser penalizados com a não realização da OPA;

vi. a Instrução, em seu artigo 8º, ao exigir que seja elaborado laudo de avaliação da companhia objeto da alienação de controle, visa a fornecer elementos para que o público alvo da OPA possua mais subsídios para exercer uma tomada racional de decisão quanto à aceitação ou não da Oferta;

vii. o laudo a ser elaborado avaliará a situação patrimonial e as projeções da empresa à época de sua elaboração;

viii. o objetivo da OPA em referência seria permitir, aos acionistas detentores de ações da Fras-le em circulação à época da alienação do controle da companhia e que continuaram como acionistas da mesma, alienarem suas ações ao acionista controlador, decidindo sobre tal alienação de forma racional;

ix. a Randon entende estar enquadrada no artigo 34 da Instrução, no entanto a companhia não requereu a apreciação do Colegiado sobre a aplicabilidade da norma em tela, o que ela quer é que não seja obrigada a realizar procedimento algum e que o Processo seja arquivado;

x. ao não submeter seu entendimento ao Colegiado, requerendo que este analise se tal entendimento é procedente, a Randon não pode invocar a aplicabilidade do artigo.

12. *Ao final, a SRE conclui que:*

i. a Deliberação CVM nº 202/96 estabelece procedimentos a serem seguidos nos pedidos de recurso ao Colegiado de decisões dos Superintendentes dessa Comissão, o item VII da referida norma dispõe que "existindo erro e inexatidões materiais na decisão, ou contradição entre a decisão e os fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, os mesmos serão corrigidos mediante requerimento de membro do Colegiado, do Superintendente ou do recorrente". A SRE entende que este item não se aplica à sua decisão questionada pela Randon;

ii. o Colegiado já deliberou que a Randon deve proceder a OPA em tela e não caberia a SRE questionar tal decisão proferida pelo Colegiado e sim fazer tal deliberação ser cumprida;

iii. o procedimento de oficiar a Randon com o intuito de comunicar a companhia sobre a necessidade de realizar a OPA, foi decorrente de uma decisão do Colegiado e não da área técnica. Portanto, a SRE não é competente para acatar ou não o pleito da Randon, mesmo que o considerasse conveniente e oportuno;

iv. a SRE alerta que caso deseje, a Randon pode requerer a esta Comissão que seja submetida à apreciação do Colegiado a possibilidade da aplicação da norma prevista pelo artigo 34 da Instrução CVM nº 361/02.

13. *Entendo que o presente processo deve ser recebido na forma de pedido de reconsideração da decisão do Colegiado tomada em reunião de 28/03/02, recurso este previsto no item VII da Deliberação nº 202/96, in verbis:*

"VII. Existindo erro e inexatidões materiais na decisão, ou contradição entre a decisão e os fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, os mesmos serão corrigidos mediante requerimento de membro do Colegiado, do Superintendente ou do recorrente, observando-se que: (...)"

14. *A meu ver, deve o recurso ter negado seu provimento, apesar de a Randon ter, em parte, razão no que alega, o que poderá ser considerado num eventual requerimento de procedimento diferenciado de OPA, como se verá abaixo.*

15. *Deve-se negar provimento ao recurso porque o pedido nele incluso, para que não seja realizada a OPA por alienação de controle da Fras-Le, não procede. A Randon alega que não mais seria necessária ou obrigatória a realização da OPA, seja pela revogação do então vigente artigo 254 da Lei nº 6.404/76, seja em razão do decurso de mais de 6 anos da realização do negócio jurídico que a motivava.*

16. *Em 1996, quando da alienação do controle da Fras-le, deveria ter sido realizada OPA para que fosse assegurado tratamento igualitário aos minoritários de acordo com o parágrafo primeiro do artigo 254 da Lei nº 6.404/76, vigente à época. No entanto, tais procedimentos para realização dessa OPA foram suspensos.*

17. *O fato de o artigo 254 da Lei nº 6.404/76 ter sido revogado não extingue o direito dos minoritários de receber tal tratamento igualitário, através da realização da OPA, perdurando tal obrigação do adquirente do controle mesmo depois da revogação da norma. Ainda neste particular, tampouco se pode falar de retroatividade da norma mais benigna que revoga a norma anterior, porquanto não se está aqui tratando de matéria penal, e sim de uma obrigação de caráter civil.*

18. *Aliás, e a bem da verdade, a teor da redação original do art. 254 da Lei nº 6.404/76 e do disposto na Resolução CMN nº 401/76, a realização da oferta pública é uma das condições para que a alienação de controle seja definitiva, vez que se trata de condição resolutive da operação de alienação de controle, o que poderia, inclusive, vir a permitir a desconstituição do negócio jurídico.*

19. *Com relação ao tempo decorrido sem que a CVM se manifestasse a respeito da oferta*

pública, neste período foram realizados os trabalhos de averiguação quanto à suspeita de que o preço pago pelo controle teria sido vil, em decorrência de operações societárias que, segundo a Comissão de Inquérito nomeada para apurar as irregularidades descritas no IA nº 27/99, teriam objetivado mascarar o verdadeiro preço pago pelo controle.

20. *Tal fato, no entanto, também não teria o condão de afastar a obrigação de realizar a oferta pública, inclusive porque os acionistas detentores das ações ordinárias em circulação à ocasião da alienação não podem ser penalizados com a não realização da OPA.*

21. *Nesse particular, deveria o adquirente do controle empenhar-se para realizar a oferta pública o quanto antes, porquanto, como visto acima, somente após a sua concretização é que a aquisição do controle acionário será definitiva, pois aí terá sido afastada a condição resolutiva.*

22. *Quanto ao fato de a Instrução CVM nº 361/02 ter entrado em vigor após o acontecimento dos fatos, deve-se salientar que tal normativo tem caráter meramente procedimental, e, por se tratar de norma desta natureza, os procedimentos para realização da OPA devem ser regidos de acordo com a norma vigente à época de sua realização.*

23. *E é justamente neste ponto que a Randon poderá vir a se beneficiar de expressa previsão da Instrução CVM nº 361/02 que estabelece a possibilidade de serem utilizados procedimentos diferenciados para situações excepcionais.*

24. (...)

25. *Portanto, parece-me que, se assim desejar, a Randon poderá propor procedimento diferenciado para ser adotado na OPA, visando adequá-la à situação excepcional da Fras-le.*

26. *Quanto aos destinatários da oferta, a OPA deverá ser dirigida apenas às ações ordinárias existentes à época da alienação do controle.*

27. *Por todo o acima exposto, voto no sentido de se manter a decisão anterior do Colegiado de determinar à Randon que realize a OPA por alienação de controle da Fras-Le, dando-se prosseguimento às providências necessárias para tanto, sem prejuízo de que, assim desejando, venha a ser requerido procedimento diferenciado de OPA, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02, o que deverá ser objeto de apreciação pelo Colegiado quando oportuno.*

É o meu voto."

3.10 Conforme visto acima, somente após apuração da CVM verificou-se as condições e termos pelos quais se deu a alienação de controle de Fras-le, e somente após isso houve a determinação da realização de OPA por alienação de seu controle.

3.11 Quanto aos destinatários da referida OPA, conforme relatado pela PJU (parágrafo 3.7), a solução mais viável, 6 anos após a alienação de controle, seria realizar a OPA apenas para os acionistas detentores de participações minoritárias na companhia à época da referida alienação, cabendo aos demais acionistas que já tivessem alienado suas participações buscar junto à Randon ou ao Poder Judiciário o ressarcimento de seu prejuízo.

3.12 Embora a CVM realize investigações, sempre que se verifiquem indícios, de forma a apurar eventuais incidências de OPA, determinando sua realização dentro dos prazos regulamentares, no presente caso concreto tal apuração só se deu a partir de reclamação do ora Recorrente.

3.13 Com base naquela reclamação constatou-se que as aquisições de ações preferenciais em circulação do Banco Sofisa realizadas em conjunto pelas pessoas vinculadas, entre as datas 17/11/2008 e 26/12/2008, ultrapassaram o limite de 1/3 previsto no art. 26 da Instrução CVM 361, ensejando a OPA por aumento de participação de que trata o referido dispositivo.

3.14 Após a data de 26/12/2008, a quantidade de ações preferenciais em circulação do Banco Sofisa não foi restabelecida, inclusive continuou sendo reduzida por conta de outras aquisições feitas tanto pelas próprias pessoas vinculadas, quanto pela companhia e seus Administradores.

3.15 Assim, no caso concreto, bem como no precedente de Fras-le, a ocorrência que obrigaria à realização de OPA só foi verificada anos depois, tornando difícil que sua execução atendesse a todos os prejudicados pela sua não efetivação de forma tempestiva.

3.16 Entretanto, assim como no caso de Fras-le, o decurso de tempo não afasta a necessidade de se realizar uma OPA, visto que isso penalizaria os detentores de ações em circulação da Companhia, além de infringir textos legais e normativos.

3.17 Conforme verificado naquele caso de Fras-le, buscou-se então uma solução viável para a realização da OPA por alienação de controle, após tanto tempo, que fosse possível de ser operacionalizada, que tutelasse os acionistas minoritários e que cumprisse com os requisitos legais e normativos.

3.18 Analogamente, entendemos que a solução encontrada para a OPA de Fras-le seria a solução possível de ser efetivada no presente caso, mesmo com a ressalva de que a OPA por alienação de controle de Fras-le visava ao compartilhamento do prêmio de controle pago pelo adquirente de seu controle societário, enquanto a OPA por aumento de participação de Banco Sofisa visa à proteção contra o impedimento de liquidez causado pelo acionista controlador e pessoas vinculadas ao mesmo.

3.19 Em que pese as alegações da Recorrente de que "A restrição de liquidez dos papéis da Companhia é algo que afeta a todos os atuais acionistas, independentemente do momento em que tenham adquirido suas ações", notadamente há uma diferença entre os efeitos dessa restrição para os acionistas que detêm ações de emissão da Companhia desde antes da ocorrência da aquisição de mais de 1/3 de ações em circulação por parte do controlador e pessoas vinculadas e aqueles que adquiriram ações após tal fato, quando a negociação das ações preferenciais da Companhia já se encontrava com liquidez restrita.

3.20 O que acreditamos que seja possível tutelar, no presente caso, são aqueles acionistas que detinham ações preferenciais da Companhia antes do evento de restrição de liquidez e que ainda as detêm, dando a eles um evento de liquidez para que possam se desfazer das suas ações em uma OPA, se assim desejarem.

3.21 Quanto aos demais acionistas, não concordamos que o presente entendimento os deixaria "inexplicavelmente desprotegidos com relação aos efeitos da redução de liquidez", tendo em vista que já adquiriram as ações após as aquisições de mais de 1/3 das ações em circulação por parte do controlador e de pessoas vinculadas, ou seja, já adquiriram ações em momento em que sua liquidez já havia sido reduzida dentro dos parâmetros previstos para realização da OPA por aumento de participação.

3.22 Ainda, a partir do reconhecimento, pela CVM, de que os filhos da controladora da Companhia são pessoas vinculadas a ela, deverão estes zelar pela liquidez das ações em circulação do Banco Sofisa, ficando sujeitos, caso venham a adquirir qualquer quantidade de ações em circulação, por outro meio que não uma OPA, à realização de nova OPA por aumento de participação, conforme preceitua o art. 26 da Instrução CVM 361.

3.23 O Reclamante argumenta ainda que não caberia à CVM tratar de forma diferenciada titulares de um mesmo direito.

3.24 Quanto a esse ponto, conforme preceitua o § 2º do art. 26 da Instrução CVM 361, a OPA por aumento de participação deve ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas.

3.25 No nosso entendimento não se está fazendo distinção entre ações afetadas, bem como não se está tratando de forma diferenciada titulares de ações em circulação da Companhia, pois, se hipoteticamente, todos os acionistas titulares de ações em circulação antes da ultrapassagem dos 1/3 de aquisições remanescessem com sua posição acionária até a data de realização da OPA por aumento de participação, tal OPA teria como destinatário todos os acionistas titulares de ações em circulação.

3.26 Dessa forma, não se está distinguindo ações de uma mesma espécie, e sim os destinatários que foram afetados pelo aumento de participação acionária por parte dos controladores ou acionistas vinculados da Companhia no momento em que se verificou tal condição, de forma análoga ao caso de Fras-le, em que não foram distinguidas as ações ordinárias, mas sim os destinatários que foram afetados em tempo pretérito pela alienação de controle daquela companhia.

IV. Conclusão

4.1 Por todo o acima exposto, propomos a manutenção da decisão da SRE, conforme comunicada pelo OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 57/2014 (fl. 82) e o encaminhamento do presente recurso ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM 463, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, reafirmando nosso entendimento de que os destinatários da OPA de Banco Sofisa S.A. sejam definidos conforme decisão do Colegiado da CVM datada de 21/01/2003, no âmbito da OPA por alienação de controle de Francisco Stédile S.A. (Processo CVM nº RJ-2002/7383).

Atenciosamente,

GUSTAVO LUCHESE UNFER

Gerente de Registros -1

(em exercício)

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

origiREGINALDO PEREIRA DE OLIVEIRA

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

[1] Processo Administrativo CVM nº 2002/7383, julgado pelo Colegiado da CVM em 21 de janeiro de 2003.

[2] "Art. 3º - Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

(...)

III. ações em circulação: todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria;"

- [3] Conforme constante do MEMO/CVM/GJU-1/Nº175/02.
- [4] A Reclamante não ignora que, dependendo da companhia, nem todos os acionistas não controladores terão direito ao compartilhamento do prêmio de controle. No entanto, a explicação mais detalhada não faria qualquer diferença para os fins deste pedido de reconsideração.
- [5] EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 570.
- [6] Processo CVM nº RJ 2008/4156, voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto.
- [7] Processo CVM nº RJ 2005/668, voto do então Presidente do Colegiado, Marcelo F. Trindade.
- [8] EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, ps. 565 e 566.
- [9] EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, ps. 568 e 569.
- [10] Processo CVM nº RJ 2004/4912, voto da relatora, Diretora Norma Jonszen Parente.
- [11] Processo CVM nº RJ 2005/1785, voto do então Presidente do Colegiado, Diretor Marcelo F. Trindade.
- [12] Processo CVM nº RJ 2011-13464.
- [13] Processo CVM nº RJ 2012-1312.