

**Para: SRE**

**MEMO/SRE/GER-1/Nº37/2014**

**De: GER-1**

**Data: 30/05/2014**

**Assunto:** Recurso contra entendimento da SRE - OPA por aumento de participação - Cremer S.A. — Processo CVM nº RJ-2014-4394

Senhor Superintendente,

Trata-se de expediente protocolado na CVM em 21/05/2014, por Arapaima Participações S.A. ("Ofertante" ou "Recorrente"), em resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 112/2014 (fls. 58-63), requerendo a reconsideração das conclusões constantes do referido Ofício, no âmbito da oferta pública de aquisição de ações ("OPA" ou "Oferta") para fins de saída da Cremer S.A. ("Companhia" ou "Cremer") do segmento especial de negociação de valores mobiliários da BM&FBovespa denominado Novo Mercado.

Ademais, a Ofertante requer que, caso esta SRE decida pela manutenção das conclusões constantes do Ofício supra (transcrito na seção "I. Entendimento da SRE"), o expediente em questão seja remetido ao Colegiado da CVM em forma de recurso contra decisão desta área técnica.

Mais especificamente, o entendimento manifestado por esta área técnica constante do referido Ofício foi o de que, "*caso novas aquisições de ações ordinárias em circulação venham a ser realizadas por seu acionista controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, tais aquisições deverão se efetivar por meio de OPA por aumento de participação, nos termos do § 6º do art. 26 da Instrução CVM nº 361/02*" ("Instrução CVM 361").

Antes de adentrarmos nas questões que efetivamente ensejaram o entendimento em questão, cabe revisitar o histórico do presente Processo.

Em 28/04/2014, a Companhia comunicou ao mercado (fl. 01) que foi publicado pela Ofertante o edital da OPA ("Edital") (fls. 04-30), com data para o leilão marcada para o dia 28/05/2014.

Cabe destacar que a Ofertante é companhia controlada indiretamente pela Tarpon Gestora de Recursos S.A. ("Tarpon"), atual controladora de Cremer.

O item 1.12 do Edital (fl. 11) previa a observância aos limites de 1/3 e 2/3 de forma diversa à prevista pelo art. 15 da Instrução CVM 361, considerando, para tal, apenas as ações em circulação daqueles que se habilitarem na OPA, sendo que o referido dispositivo normativo prevê que os limites em questão se apliquem a todas as ações em circulação.

Ademais, o referido item do edital também previa a desistência da Oferta, caso ocorresse a aceitação por acionistas habilitados titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 do total de ações habilitadas para o leilão da OPA, nos seguintes termos:

*"1.12. Desistência da Oferta. Caso ocorra a aceitação da Oferta por Acionistas Habilitados titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos que 2/3 (dois terços) do total de Ações em Circulação detidas por Acionistas Habilitados na Data do Leilão, a Ofertante não procederá ao rateio entre os aceitantes e irá desistir da Oferta, conforme o inciso II do artigo 15 da Instrução CVM nº 361/02. Caso ocorra a aceitação da Oferta por Acionistas Habilitados titulares de (i) até 1/3 (um terço) do total de Ações em Circulação detidas por Acionistas Habilitados na Data do Leilão ou (ii) de 2/3 (dois terços) ou mais do total de Ações em Circulação detidas por Acionistas Habilitados na Data do Leilão, a Oferta será mantida em relação à totalidade das Ações oferecidas pelos aceitantes."*

Ressalta-se que, independente de a OPA em questão não ser uma oferta registrada na CVM, conforme prevê o § 1º do art. 2º da Instrução CVM 361, ela deve observar o procedimento geral estabelecido nos arts. 4º a 8º-A, 10 a 12 e 14 a 15-B da mesma norma, no que for aplicável.

Em linha com o disposto acima, em 09/05/2014, encaminhamos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 104/2014 (fls. 32-33), suspendendo a Oferta, com base no inciso II do § 2º do art. 4º da Instrução CVM 361, até que o Edital fosse ajustado, de modo que os limites de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361 fossem calculados com base no número total de ações em circulação.

Em resposta ao Ofício supra, a Ofertante protocolou, em 12/05/2014, expediente (fls. 36-38) solicitando a dispensa da observância dos limites de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, com fulcro no previsto pelo art. 35 da mesma Instrução.

Ademais, em 13/05/2014, a Ofertante protocolou expediente (fls. 39-42), em complemento ao expediente datado de 12/05/2014, solicitando que, caso a dispensa da observância dos limites de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361 fosse concedida, ela tivesse a possibilidade de alterar o item 1.12 do edital (transcrito acima), eliminando a previsão de desistência ali constante, e que isto fosse tratado como uma renúncia à condição de efetivação da Oferta, nos termos do inciso I do § 3º do art. 5º da mesma Instrução, aplicando-se, desta forma, o prazo mínimo de 10 dias entre a publicação de aditamento ao Edital e a data do leilão.

Na mesma data, a Companhia divulgou Fato Relevante (fl. 43), por meio do qual comunicou ao mercado sobre a suspensão da Oferta.

Também em 13/05/2014, a fim de proceder com a análise da dispensa ora requerida, encaminhamos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 106/2014 (fls. 45-46), solicitando a apresentação de quadros que demonstrassem a evolução do capital social da Cremer, a cada evento de (i) aquisição de ações em circulação por parte da Tarpon ("Controlador") e qualquer outra pessoa física ou jurídica que possa ser considerada controladora da Companhia ou pessoa vinculada, nos termos definidos pelo inciso VI do art. 3º da Instrução CVM 361 ("*pessoa vinculada: a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos*"); (ii) recompra de ações pela própria Companhia para manutenção em tesouraria e para cancelamento; e (iii) qualquer outra reorganização societária como aumento de capital, grupamento ou desdobramento de ações.

Em 15/05/2014, a Ofertante protocolou expediente (fls. 49-56) em atendimento ao OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 106/2014.

Após a análise das informações constantes do expediente supra, encaminhamos, em 16/05/2014, o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 112/2014 (fls. 58-63), esclarecendo que "*o limite de 1/3 das ações ordinárias em circulação da Companhia previsto no caput do art. 26 da Instrução CVM 361 já foi ultrapassado, sendo necessário que, caso novas aquisições de ações ordinárias em circulação venham a ser realizadas por seu acionista controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, tais aquisições deverão se efetivar por meio de OPA por aumento de participação, nos termos do § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361*".

Cabe ressaltar que o cálculo do referido limite, o qual foi descrito minuciosamente no Ofício supra, foi realizado utilizando-se a mesma fórmula proposta pela SRE ("Fórmula") e acolhida pelo Colegiado da CVM em três precedentes (Processos CVM nº's RJ- RJ-2010-13241, RJ-2010-15144 e RJ-2014-3723).

Sobre a Fórmula, teceremos maiores comentários na seção "III. Nossas Considerações", onde trataremos da sua aplicabilidade ao caso em tela, vis a vis aos demais casos em que o Colegiado da CVM referendou a sua utilização.

Ademais, a despeito de o limite de que trata o *caput* do art. 26 da Instrução CVM 361 já estar atualmente ultrapassado, conforme exposto acima, cabe ressaltar que as aquisições realizadas pelo "*controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada*" até o momento não ensejaram a obrigação de se realizar uma OPA por aumento de participação.

Tal situação decorre do fato de o referido limite não ter sido ultrapassado quando das aquisições realizadas pelo acionista "*controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada*", e sim porque, após tais aquisições, a Companhia realizou recompras de ações para posterior cancelamento em volume que, aplicando-se a Fórmula, resulta na ultrapassagem do referido limite, ensejando, assim, a situação prevista pelo § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361, qual seja:

*"Art. 26, § 6º Uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no caput, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação." (grifos nossos)*

Do contrário, haveria desde já uma obrigação imputada ao acionista controlador, qual seja, a de realizar uma OPA por aumento de participação por conta do previsto no *caput* do mesmo Artigo, conforme transcrito abaixo:

*"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." (grifos nossos)*

Ademais, foi dada a oportunidade de o regulado manifestar-se sobre o nosso entendimento até 21/05/2014, antes de determinarmos o cancelamento da Oferta, nos termos do inciso III do § 2º do art. 4º da Instrução CVM 361.

Por fim, em 21/05/2014, a Ofertante protocolou expediente requerendo a reconsideração das conclusões constantes do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 112/2014, sendo que os argumentos apresentados por meio do expediente em questão são expostos na íntegra na seção "II. Alegações da Recorrente", e devidamente analisados na seção "III. Nossas Considerações", ambas constantes do presente Memorando.

## **I. ENTENDIMENTO DA SRE**

1.1. Transcrevemos abaixo o teor do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 112/2014, com o objetivo de permitir o pleno entendimento das questões levantadas pela Ofertante em seu pedido de reconsideração das conclusões constantes do referido Ofício:

*"Referimo-nos aos expedientes protocolados nesta CVM em 12/05/2014, 13/05/2014 e 15/05/2014, em resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 104/2014 e ao OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 106/2014, no âmbito da oferta pública de aquisição de ações voluntária ("OPA" ou "Oferta") para fins de saída da Cremer S.A. ("Companhia" ou "Cremer") do segmento especial de negociação de valores mobiliários denominado Novo Mercado da BM&FBovespa.*

A propósito, os expedientes datados de 12/05/2014 e 13/05/2014 solicitaram, respectivamente:

- (i) a dispensa da observância dos limites de 1/3 e 2/3 previstos no art. 15 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução CVM 361"), na realização da Oferta; e
- (ii) a confirmação, por parte desta CVM, de que, caso a dispensa em questão fosse concedida, a inobservância aos referidos limites representaria uma renúncia à condição de efetivação da Oferta, aplicando-se, desta forma, o prazo mínimo de 10 dias previsto no inciso I do § 3º do art. 5º da Instrução CVM 361.

Com vistas a proceder com a análise do pedido de dispensa (i) acima, foi encaminhado o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 106/2014, por meio do qual solicitamos que fossem apresentados quadros que demonstrem a evolução do capital social da Companhia, o que foi feito por meio do expediente datado de 15/05/2014.

Da análise dos dados encaminhados por meio do expediente supra, conforme demonstraremos abaixo, entendemos que o limite de 1/3 das ações ordinárias em circulação da Companhia previsto no caput do art. 26 da Instrução CVM 361 já foi ultrapassado, sendo necessário que, caso novas aquisições de ações ordinárias em circulação venham a ser realizadas por seu acionista controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, tais aquisições deverão se efetivar por meio de OPA por aumento de participação, nos termos do § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361.

Inicialmente, cabe ressaltar que o limite de 1/3 de ações em circulação previsto no caput do art. 26 da Instrução CVM 361 deve ser calculado, no presente caso, com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da Companhia ("IPO"), por força do disposto no § 5º do art. 26 da Instrução CVM 361.

Com base no anúncio de encerramento do IPO, publicado em 23/05/2007, verifica-se que foram distribuídas 31.521.800 ações ordinárias de Cremer, que, quando somadas às ações que permaneceram com o seu antigo acionista controlador após o IPO, resulta em 33.373.422 ações ordinárias.

Ademais, como resultado do IPO, o capital social da Companhia ficou pulverizado, o que nos permite concluir que o número de ações emitidas pela Companhia à época, subtraído do número de ações detidas por administradores (7) e em tesouraria (15), equivale ao número de ações em circulação de sua emissão, qual seja 33.373.400 (33.373.422 - 7 - 15).

Não obstante, como atualmente a Companhia tem um acionista controlador, cabe realizar um ajuste no número de ações em circulação a ser usado como base para o cálculo do limite de 1/3 previsto no caput do art. 26 da Instrução CVM 361.

Tal ajuste deve subtrair das 33.373.400 ações ordinárias em circulação em 23/05/2007 aquelas detidas pelo seu atual acionista controlador, a Tarpon Investimentos S.A. ("Tarpon"), na data em que este passou a ser considerado como tal, seguindo o conceito de ações em circulação previsto no inciso III do art. 3º da Instrução CVM 361.

Da análise dos dados encaminhados a esta CVM, verifica-se que em operações realizadas em 28/12/2012 a Tarpon adquiriu 636.000 ações ordinárias, passando a deter 16.866.900 ações ordinárias, o que representava 51,48% do capital social da Companhia, momento em que assumiu o controle da mesma.

Tendo em vista o disposto acima, o número de ações em circulação que deve ser usado como base para o cálculo do limite de 1/3 previsto no caput do art. 26 da Instrução CVM 361 é igual a 16.506.500 (33.373.400 - 16.866.900).

Adicionalmente, por conta da possibilidade mencionada no art. 35-A da mesma Instrução, o Colegiado da CVM já acolheu, em duas ocasiões (Processos CVM nº's RJ-2010-13241 e RJ-2010-15144), proposta desta área técnica para que seja aplicada a fórmula transcrita abaixo ("Fórmula") na análise de casos em que o número de ações em circulação tenha se alterado de maneira significativa.

"Fórmula L(1/3)":  $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$ , sendo:

L(1/3) - Limite de 1/3 previsto nos arts. 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361;

AC00 - número de ações da classe ou espécie em circulação em 5/9/2000;

AAC - número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) aumentos de capital com subscrição de ações, (b) bonificações em ações, (c) alienação de ações pela própria companhia objeto em negociação com ações em tesouraria, e (d) conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);

ARC - número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) resgate, amortização ou reembolso, (b) aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3) em ações de outra classe ou espécie;

AOPS - número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 5/9/2000 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto

com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias; e

AQ – número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 5/9/2000, por meio de OPA ou por outro meio que não uma OPA.

Ressaltamos, ainda, que as diferentes incógnitas acima devem ser individualmente ajustadas segundo os fatores utilizados em eventuais grupamentos/desdobramento pelos quais as ações da companhia tenham passado desde sua existência.”

No presente caso, por conta das aquisições de ações já realizadas pela Companhia até o presente momento, bem como pelo número de novas ações emitidas desde o IPO, o uso da Fórmula se faz necessário para que se possa calcular o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361 de forma coerente.

Com base nos dados encaminhados a esta CVM por meio do expediente datado de 15/05/2014, verifica-se que a Tarpon, após se tornar controladora de Cremer, realizou aquisições de ações ordinárias em circulação de emissão da Companhia entre os meses de maio e julho de 2013, excluindo aquelas que porventura foram revendidas no mesmo período, no montante de 4.185.100.

Com vistas a verificar se o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361 foi ultrapassado naquele período, faz-se necessário, primeiramente, calcular o referido limite referente ao final do mês de abril de 2013.

Para tal, será necessário encontrar os valores das variáveis que compõem a Fórmula com base no mês de abril de 2013, conforme abaixo:

- (i) AC00 tinha valor igual a 16.506.500, conforme já definimos anteriormente;
- (ii) AAC tinha valor igual à 1.528.330, referente à emissão de novas ações da Companhia desde o IPO até o mês de abril de 2013;
- (iii) ARC tinha valor igual a 2.690.237, equivalente à soma do número de ações que foram adquiridas pela própria Companhia, após o IPO, para manutenção em tesouraria ou cancelamento (1.997.505) com a posição montada pelos administradores da Companhia desde o IPO (692.732);
- (iv) AOPS tinha valor igual a zero, tendo em vista que até abril de 2013 não havia a figura definida de um controlador da Companhia; e
- (v) AQ também tinha valor igual a zero, pelo mesmo motivo exposto acima.

Utilizando os dados acima, calcula-se o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, no final de abril de 2013, o qual era igual a:

$$L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$$

$$L(1/3) = 1/3 (16.506.500 + 1.528.330 - 2.690.237 + 0) - 0$$

$$L(1/3) = 5.114.864$$

Considerando que entre os meses de maio e julho de 2013 a Tarpon adquiriu 4.185.100 ações ordinárias de emissão da Companhia, conforme vimos acima, chega-se a conclusão de que a Tarpon não ultrapassou, naquele momento, o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361.

Cabe ressaltar que, naquele período, houve um aumento na posição em ações de emissão da Companhia detida pelos administradores, no montante de 29.776 ações, o que não alteraria o limite em questão de modo a que o mesmo fosse ultrapassado entre os meses de maio e julho de 2013 pelas compras realizadas pela Tarpon.

Ademais, considerando que as aquisições descritas acima foram as últimas a serem realizadas pela Tarpon, entendemos que não foi verificada, ainda, situação que obrigue o controlador de Cremer a, desde já, realizar uma OPA por aumento de participação por conta da situação prevista no caput do art. 26 da Instrução CVM 361.

Não obstante, verificamos que de agosto de 2013 a abril de 2014 a Companhia realizou aquisições de ações ordinárias de sua própria emissão no montante de 3.665.815.

Além disso, os administradores, no mesmo período, aumentaram sua posição em ações ordinárias da Companhia no montante de 117.703.

Com base nos eventos ocorridos entre agosto de 2013 e abril de 2014, existe a necessidade de se atualizar o limite atual de 1/3 de ações em circulação de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, com vistas a verificar se tal limite ainda é positivo.

A fim de proceder com tal atualização, basta recalcular o referido limite utilizando a Fórmula, conforme abaixo:

- (i) AC00 tem valor igual a 16.506.500, conforme já definimos anteriormente;
- (ii) AAC tem valor igual à 1.610.941, referente à emissão de novas ações da Companhia desde o IPO;
- (iii) ARC tem valor igual a 6.431.241, equivalente à soma do número de ações que foram adquiridas pela própria Companhia, após o IPO, para manutenção em tesouraria

ou cancelamento (1.997.505 + 3.665.815 = 5.663.320) com a posição montada pelos administradores da Companhia desde o IPO (692.732 + 29.776 + 117.703 = 840.211);

(iv) AOPS tem valor igual a zero, dado que as vendas de ações realizadas pelos administradores já estão implicitamente computadas na variável ARC, tendo em vista que no cálculo daquela variável foi considerado a posição líquida montada pelos administradores; e

(v) AQ tem valor igual a 4.185.100, número de ações ordinárias adquiridas pela Tarpon após o momento em que se tornou controladora de Cremer.

Utilizando os dados acima, calcula-se que o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, no final de abril de 2014, era igual a:

$$L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$$

$$L(1/3) = 1/3 (16.506.500 + 1.610.941 - 6.431.241 + 0) - 4.485.100$$

$$L(1/3) = - 589.700$$

Com base em todos os cálculos efetuados acima, entendemos que o limite de 1/3 previsto no art. 26 da Instrução CVM 361 foi ultrapassado por conta das aquisições de ações realizadas pela própria Companhia para manutenção em tesouraria ou cancelamento no período compreendido entre agosto de 2013 e abril de 2014.

Uma vez ultrapassado tal limite, novas aquisições só poderão ser realizadas por meio de OPA por aumento de participação, nos termos do § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361.

Isto posto, antes de determinarmos o cancelamento da Oferta, nos termos do inciso III do § 2º do art. 4º da Instrução CVM 361, solicitamos sua manifestação, se for o caso, até o dia 21/05/2014, no que concerne à conclusão acima exposta."

## II. ALEGAÇÕES DA RECORRENTE

2.1. Transcrevemos abaixo os argumentos da Recorrente (fls. 66-84), com os grifos originais, visando à reforma da decisão da SRE constante do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 112/2014 (fls. 58-63):

**"ARAPAIMA PARTICIPAÇÕES S.A.**, companhia fechada com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Iguatemi, 151, 23º andar, CEP 01451-001, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 18.853.534/0001-99 ("**Arapaima**"), vem, tempestivamente, por meio da presente, em resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 112/2014 ("**Ofício**"), esclarecer e requerer o que segue:

### I – BREVE RESUMO DOS FATOS

1. Em 14 de março de 2014, a Cremer S.A., companhia aberta inscrita no CNPJ/MF sob o nº 82.641.325/0001-18 ("**Companhia**"), divulgou fato relevante anunciando ao mercado que a Arapaima possuía intenção de formular uma oferta pública de aquisição de ações, para fins de saída da Companhia do segmento especial de negociação de valores mobiliários denominado Novo Mercado da BM&FBovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S.A. ("**Saída do Novo Mercado**", "**Novo Mercado**" e "**BM&FBovespa**", respectivamente).

2. A Arapaima publicou, em 28 de abril de 2014, edital de oferta pública de aquisição de ações de emissão da Companhia, para fins de Saída do Novo Mercado, de acordo com os termos e condições previstos no artigo 47 do Estatuto Social da Companhia e da Seção XI do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BM&FBovespa ("**OPA para Saída do Novo Mercado**").

3. Nos termos do art. 2º, inciso IV, da Instrução CVM nº 361/02, a OPA para Saída do Novo Mercado é uma oferta voluntária, não sujeita, portanto, a registro na Comissão de Valores Mobiliários ("**CVM**"), conforme o § 1º do mesmo art. 2º.

4. O objetivo da Arapaima com a OPA para Saída do Novo Mercado é cumprir a regulamentação em vigor, em especial o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, tendo em vista que:

(i) A totalidade das ações de emissão da Arapaima é detida por determinados fundos de investimento sob gestão discricionária da Tarpon Gestora de Recursos S.A. ("**Fundos**"), os quais, por sua vez, são titulares de 21.052.000 (vinte e um milhões e cinquenta e dois mil) ações ordinárias de emissão da Companhia, representativas de aproximadamente 71,80% (setenta e um vírgula oitenta por cento) de seu capital social;

(ii) Certos acionistas da Companhia procuraram os Fundos com interesse em alienar suas ações e os Fundos gostariam de adquirir tais ações, aumentando a sua participação acionária na Companhia;

(iii) Em função do atual percentual de ações de emissão da Companhia em circulação no mercado e do atual percentual de ações de emissão da Companhia detido pelos Fundos, é muito provável que tal aquisição acarrete na impossibilidade de cumprimento da exigência de manutenção de percentual mínimo de ações em circulação ('free float') prevista no item 3.1(vi) do Regulamento de Listagem do Novo Mercado (e, bem como, exigências análogas previstas nos regulamentos dos demais segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa).

5. Em 09 de maio de 2014, a Arapaima recebeu ofício da CVM comunicando a suspensão da OPA para Saída do Novo Mercado, sob o principal fundamento de que "a redação atual do item 1.12 do Edital[1] não atende ao disposto no art. 15 da Instrução CVM 361[2], tendo em vista que as frações

de 1/3 e 2/3 a que se refere o artigo em questão aplicam-se ao total de ações em circulação da companhia objeto da OPA, e não apenas àquelas detidas por acionistas que se habilitaram para a Oferta”.

6. A Arapaima requereu, por meio de petição datada de 12 de maio de 2014, a dispensa da exigência prevista no artigo 15 da Instrução nº 361/02 na OPA para Saída do Novo Mercado (“Pedido de Dispensa”). O referido pedido de dispensa tem como base o permissivo previsto no artigo 35[3] da Instrução CVM nº 361/02, tendo em vista que: (i) a OPA para Saída do Novo Mercado não implica o cancelamento de registro da Companhia para negociação de valores mobiliários nos mercados regulamentados; (ii) o preço de aquisição por ação encontra-se respaldado em laudo de avaliação econômica elaborado pelo Banco Bradesco BBI S.A., escolhido pelos acionistas minoritários em assembleia própria, conforme o estatuto social da Companhia e o Regulamento de Listagem do Novo Mercado; e (iii) a realização da OPA para Saída do Novo Mercado decorre de exigência constante do segmento especial de negociação no qual a Companhia encontra-se listada, em função da saída da Companhia do mencionado segmento.

7. Em 13 de maio de 2014, a Arapaima protocolou uma complementação ao Pedido de Dispensa, por meio da qual solicitou a confirmação, por parte da CVM, de que a modificação do edital da OPA de Saída do Novo Mercado, em função da dispensa da exigência prevista no artigo 15 da Instrução nº 361/02, seria uma renúncia à condição para efetivação da oferta, aplicando-se, portanto, o prazo mínimo de 10 (dez) dias previsto no art. 5º, §3º, inciso I, da Instrução CVM nº 361/02[4].

8. No mesmo dia 13 de maio de 2014, a Arapaima recebeu novo ofício da CVM, por meio do qual foi solicitada a apresentação de quadros que demonstrassem a evolução do capital social da Companhia, o que foi feito por meio da petição protocolada em 15 de maio de 2014.

9. Ocorre que, em 16 de maio de 2014, a Arapaima recebeu o Ofício, por meio do qual a área técnica da CVM manifestou seu entendimento no sentido de que “o limite de 1/3 das ações ordinárias em circulação da Companhia previsto no caput do art. 26 da Instrução CVM 361[5] já foi ultrapassado, sendo necessário que, caso novas aquisições de ações ordinárias em circulação venham a ser realizadas por seu acionista controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, tais aquisições deverão ser efetivar por meio de OPA por aumento de participação, nos termos do § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361[6]”.

10. Em linhas gerais, as principais premissas do Ofício que levaram à conclusão acima mencionada foram os seguintes:

(i) A necessidade de realização de ajuste no número de ações em circulação a ser usado como base para o cálculo do limite de 1/3 previsto no art. 26, caput, da Instrução CVM nº 361/02, em função da (a) possibilidade prevista no art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02; e (b) alteração significativa do número de ações em circulação da Companhia; e

(ii) Pela fórmula utilizada para o ajuste no número de ações em circulação[7], as aquisições de ações em circulação feitas pela própria Companhia, bem como as aquisições de ações em circulação realizadas pelos membros da administração da Companhia, deveriam ser subtraídas do número de ações em circulação.

11. Antes de se adentrar nas razões pelas quais a decisão da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários (“SRE”) deve ser reconsiderada, se faz necessário registrar o seguinte:

(i) A OPA para Saída do Novo Mercado foi extremamente bem recebida pelos acionistas da Companhia, tanto que contou com a manifestação favorável do maior acionista minoritário da Companhia, detentor de aproximadamente 10,90% do capital social total da Companhia (ou seja, aproximadamente 42% do total de ações em circulação);

(ii) Passados mais de 02 (dois) meses desde o anúncio da intenção de realizar a OPA para Saída do Novo Mercado, não se tem conhecimento de qualquer reclamação dos acionistas destinatários da oferta, seja quanto a forma, conteúdo ou preço;

(iii) Os acionistas minoritários, em assembleia especial para este fim, escolheram livremente o avaliador para a elaboração do pertinente laudo de avaliação, que foi o Banco Bradesco S.A.;

(iv) O Conselho de Administração da Cremer em deliberação tomada exclusivamente por seus membros independentes manifestou-se, de forma unânime, favoravelmente à aceitação da OPA para Saída do Novo Mercado por parte dos acionistas destinatários; e

(v) Em assembleia geral realizada em 19 de maio de 2014, todos os acionistas presentes, sem qualquer abstenção ou voto contrário, por unanimidade manifestaram-se favoravelmente à Saída do Novo Mercado, sendo certo que compareceu nesta assembleia acionistas representando mais de 50% do total de ações em circulação.

12. Isto tudo serve para demonstrar que em essência (i) não há qualquer contrariedade com relação à OPA de Saída do Novo Mercado; e (ii) o preço ofertado atende rigorosamente a qualquer critério, inclusive o do preço justo, segundo o juízo dos próprios acionistas da Companhia.

13. De outro lado, a prevalecer a interpretação da SRE, uma oferta extremamente bem recebida e que independe de registro será, sem qualquer benefício aparente, transformada em uma oferta registrada, o que trará enorme prejuízo de custo e de prazo a todos os envolvidos, mas principalmente aos acionistas minoritários da Companhia, uma vez que representará, na melhor das hipóteses, um atraso próximo a 100 dias, caso a Arapaima decida por prosseguir com a oferta,

decisão esta que ainda não foi tomada.

## II – RAZÕES PARA A REFORMA DO OFÍCIO

14. A chamada OPA por aumento de participação tem sua matriz legal no art. 4º, § 6º, da Lei nº 6.404/76 ("Lei das S.A."), do seguinte teor:

"§ 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora **que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle** que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, **impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes**, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado." (grifou-se)

15. É importante notar que é este e só este o dispositivo legal que legitima a atuação da CVM nas chamadas ofertas por aumento de participação. Neste contexto, é natural que a CVM tenha o seu poder regulamentar e mesmo sua atuação adstrita à autorização que lhe é concedida pela Lei e restrita à hipótese de incidência nela prevista.

16. Por isso que, é importante frisar que a hipótese legal se restringe aos casos em que "o acionista controlador" **adquirir ações**. Automaticamente, está fora do tipo legal qualquer situação na qual o acionista controlador não adquira ação.

17. É natural que seja assim, posto que para uma interferência tão drástica e incisiva na liberdade de uma pessoa é evidente que exige um ato voluntário, próprio do acionista controlador. Não um ato de terceiro.

18. Exatamente por isso que a Instrução CVM nº 361/02 em nenhuma disposição determina que a quantidade de ações para fins da OPA por aumento de participação prevista no seu art. 26 seja automaticamente ajustada por qualquer fórmula. Muito ao contrário, opera em quantidade fixa de ações, calculada em determinada data, nos termos da referida Instrução.

19. Por isso que, na única hipótese da Instrução CVM nº 361 em que se permite o ajuste da quantidade de ações que podem ser adquiridas para fins do cálculo do limite de 1/3 previsto para OPA por aumento de participação, a referida Instrução, acertadamente, requer a provocação do acionista controlador.

20. E mais, mesmo nesta hipótese, não qualquer modificação na base, mas sim uma alteração significativa, o que mais uma vez demonstra que, nos termos da mencionada Instrução, para haver o recálculo são necessários dois requisitos: (i) o requerimento da parte e (ii) uma modificação qualificada como significativa na base acionária e ocorrida em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias.

21. Veja o que diz a norma:

"Art. 35-A. **A pedido do acionista controlador**, a CVM poderá autorizar que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 (um terço) previsto nos arts. 15, inciso I e 26, caso esse número **tenha se alterado de maneira significativa** após as datas estabelecidas nos referidos dispositivos e no art. 37, §1º, em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias." (grifou-se)

22. Daí já se vê o equívoco da decisão, uma vez que ela é tomada com arrimo no art. 35-A da Instrução CVM nº 361, o qual, entretanto, (i) expressa e taxativamente exige o requerimento do acionista controlador, **o que nunca foi feito**; e (ii) não prevê dentre as suas hipóteses o ajuste por recompra para tesouraria ou por aquisições realizadas por administradores.

23. Adicionalmente, tem-se que, em nenhum momento, o art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02 estabeleceu o momento que deve se basear a CVM para fins de realização do ajuste no número de ações em circulação.

24. Em que pese tal lacuna, por meio do Ofício, a SRE entendeu por bem realizar tal ajuste em 03 datas-bases distintas, quais sejam (i) em 28 de dezembro de 2012, data em que a Tarpon, por meio de seus fundos de investimento, passou a ser considerada como acionista controladora da Companhia; (ii) no final do mês de abril de 2013, em função das aquisições efetuadas pela acionista controladora entre os meses de maio e julho de 2013 (**data da última aquisição efetuada pela acionista controladora**); e (iii) no final do mês de abril de 2014, em função das aquisições de ações efetuadas, entre agosto de 2013 e abril de 2014, pela própria Companhia e por seus administradores.

25. Nas 02 primeiras datas-bases utilizadas, a conclusão do Ofício é no sentido de que a acionista controladora não havia atingido ou ultrapassado o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM nº 361/02. Ou seja, **por ato ativo, voluntário e espontâneo, a acionista controladora jamais atingiu ou ultrapassou o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM nº 361/02.**

26. Porém, com relação à terceira data-base utilizada, a conclusão é diferente, em função única e exclusivamente de (i) aquisições de ações realizadas pela própria Companhia para manutenção em tesouraria ou posterior cancelamento; e (ii) aquisições de ações realizadas por

administradores da Companhia. Ou seja, **o que o Ofício pretende é imputar à Arapaima a obrigação de efetuar uma OPA por aumento de participação em função de atos praticados por terceiros, e não pelas aquisições efetuadas por ela própria.**

27. Assim sendo, conforme será melhor detalhado ao longo desta manifestação, a Arapaima requer a reconsideração do entendimento manifestado pela SRE por meio do Ofício, tendo em vista que:

(i) A fórmula utilizada para fins do cálculo do limite de 1/3 das ações em circulação não é aplicável à Companhia, tendo em vista que a possibilidade de ajuste no número de ações em circulação prevista no art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02 somente pode ser aplicada em caso de "pedido do acionista controlador", **o que nunca ocorreu**;

(ii) As duas decisões que se tem conhecimento e que são utilizadas pela SRE são oriundas de requerimento expresso (consulta) do acionista controlador e portanto são totalmente aderentes ao art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02 e completamente distinta, faticamente, do presente caso, onde não houve requerimento ou consulta por parte do acionista controlador no tocante ao limite de 1/3 das ações em circulação ou previsto no art. 26, caput, da Instrução CVM nº 361/02;

(iii) Com relação à fórmula utilizada, as recompras de ações pela própria Companhia não devem ser utilizadas para reduzir o número de ações em circulação, pois isso significa, na prática, equiparar tais compras àquelas efetuadas pelo acionista controlador, apesar de a regulamentação aplicável expressamente afastar a presunção que a companhia atue no mesmo interesse do seu controlador;

(iv) Com relação à fórmula utilizada, as aquisições realizadas pelos administradores não deveriam ser computadas, por falta de base legal ou regulamentar, posto que igualmente não representam atos do controlador, mas sim de terceiros;

(v) A possibilidade de a CVM dispensar, em função do disposto no art. 35 da Instrução CVM nº 361/02, o limite de 1/3 previsto no art. 26, caput, da Instrução CVM nº 361/02, não foi considerada pela SRE quando do envio do Ofício;

(vi) Na forma do art. 26, caput, da Instrução CVM nº 361/02, a OPA por aumento de participação não é acionada no caso de aquisições efetuadas por meio de ofertas públicas de aquisição, sendo certo que, de acordo com precedente do Colegiado, o controlador ou pessoa a ele vinculada poderia, mesmo tendo atingido o limite de 1/3 previsto no art. 26 Instrução CVM nº 361/02, formular uma OPA voluntária para adquirir montante superior a 2/3 das ações em circulação;

(vii) O administrado tem o direito de confiar nas normas em vigor e praticou todos os seus atos não só em boa-fé, mas também com base no texto expresso da Instrução CVM nº 361/02, que contém dispositivo expresso a respeito do cálculo do limite de 1/3 das ações em circulação, e não pode ser prejudicado com base em uma interpretação que não decorre do texto normativo; e

(viii) Caso a CVM pretenda alterar o conteúdo da Instrução CVM nº 361/02, mesmo que por via de interpretação, deverá fazê-lo para frente, sem retroagir a atos praticados sob égide do disposto no art. 35-A, da Instrução CVM nº 361/02.

## **II.1 – INAPLICABILIDADE DO ART. 35-A DA INSTRUÇÃO CVM Nº 361/02**

28. O Ofício utiliza o disposto no art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02 como fundamento para a aplicação da fórmula e a conseqüente realização de ajustes no número de ações em circulação da Companhia a ser usado como base para o cálculo do limite de 1/3 previsto no art. 26, caput, da Instrução CVM nº 361/02.

29. Ocorre que, em linha com o acima exposto e conforme pode se verificar pela simples leitura do dispositivo em questão, o art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02 não pode ser aplicado de ofício pela CVM, mas tão somente em caso de solicitação expressa formulada pelo acionista controlador. Corroborando tal entendimento, veja o que diz o voto do Otávio Yazbek no Processo CVM nº RJ-2010-13241:

"Neste ínterim, em 25.11.2010, a CVM editou a Instrução CVM nº 487, que modificou o regime das ofertas públicas de aquisição de ações. **A norma contida no art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02**, conforme alterada pelo diploma acima, **permite ao acionista controlador de companhia aberta solicitar à CVM autorização para que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação** que serve de base para cálculo do limite previsto no art. 37, § 1º." (grifos nossos)

30. A manifesta intenção da CVM quando da inclusão do art. 35-A na Instrução CVM nº 358/02 foi condicionar a aplicação da faculdade nele contida ao pedido formal do acionista controlador, ou seja, foi conferir ao acionista controlador a possibilidade de, em se sentindo prejudicado, solicitar à CVM o ajuste no número de ações em circulação de forma a melhor refletir alterações posteriores.

31. Ao criar uma norma, o regulador não utiliza palavras em vão e, assim sendo, ao se aplicar o art. 35-A da Instrução CVM nº 358/02, não se pode tratar como letra morta o trecho inicial do referido normativo ("a pedido do acionista controlador"), sob pena de desvirtuar integralmente a real intenção do regulador e afastá-la do caso concreto.



32. Caso a intenção do regulador fosse distinta, o dispositivo em comento seria redigido de maneira diversa, outorgando expressamente poderes para a CVM agir de ofício e realizar o ajuste no número de ações em circulação, em todo e qualquer caso onde o tal número de ações em circulação tenha se alterado de maneira significativa, **o que não aconteceu.**

33. Seria tão mais fácil a CVM dizer, desde logo, que o número seria automaticamente ajustado por tais e quais situações e não se pode fazer à CVM a injustiça de imaginar que ela não tenha atentado para este fato. Qualificou expressamente e não foi por obra do acaso. Foi, naturalmente, por ato de vontade.

34. Tanto é verdade que o ajuste do número de ações em circulação depende da provocação pelo acionista controlador que, nas ocasiões que se tem conhecimento onde o Colegiado da CVM se manifestou sobre a fórmula utilizada pela SRE para ajuste do número de ações em circulação (Processos CVM nº RJ-2010-13241 e RJ-2010-15144), os acionistas controladores das companhias envolvidas expressamente formularam consulta à CVM sobre a possibilidade de utilização de outra data-base para fins de cálculo do limite de 1/3 de ações em circulação, em função de alterações significativas posteriores em tal número.

35. Frise-se que, em nenhum momento no caso em tela, o acionista controlador da Companhia, a Arapaima ou qualquer terceiro formulou pedido à CVM para ajuste no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 (um terço) previsto no art. 26 da Instrução CVM nº 361/02, pelo que a CVM não poderia, de ofício, fazê-lo.

36. Evidentemente, o art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02 precisa ser interpretado e aplicado nos limites do que nele se contém, o que não foi feito na decisão em questão.

37. É claro que quando o Colegiado manifestou-se a respeito da fórmula utilizada pela SRE no Ofício, fazendo referência expressa ao art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, inclusive, disse o óbvio que a fórmula e o voto poderiam servir de orientação para casos da espécie, isto é quando houvesse mesmo requerimento do acionista controlador. Do contrário, o mínimo que o Colegiado deveria ter feito seria, in continenti, aprovar uma modificação para o novel art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02. Não o fez e, portanto, a orientação somente pode ser aplicada à hipótese que atenda especificamente os dizeres do art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, o que não é o caso.

38. Além do pedido expresso do acionista controlador, outro requisito essencial para a realização de ajustes no número de ações em circulação é a ocorrência de alteração significativa em tal número, "em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias". Ou seja, pelo art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, não é qualquer alteração no número de ações em circulação que ensejaria a atuação da CVM, mas apenas aquelas (i) significativas; e (ii) ocorridas em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias.

39. No caso em tela, conforme será melhor detalhado nos itens posteriores, por absoluta falta de previsão no art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, as recompras de ações efetuadas pela própria Companhia e as compras realizadas pelos administradores não podem ser computadas na apuração da quantidade de ações em circulação que pode ser adquirida pelo acionista controlador sem que haja a obrigação de realizar OPA por aumento de participação.

40. Por todo o exposto acima, resta claro que o art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02 e consequentemente a fórmula utilizada para fins do cálculo do limite de 1/3 das ações em circulação não são aplicáveis ao presente caso, tendo em vista a inexistência de "pedido do acionista controlador", requisito essencial para a aplicação do permissivo contido no art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02.

41. Além de não ter havido qualquer solicitação do acionista controlador no sentido de ajuste do número de ações em circulação, é importante destacar que **não se tem conhecimento de qualquer solicitação ou reclamação dos acionistas destinatários da oferta nesse sentido,** o que apenas reforça a inaplicabilidade do art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02 e da fórmula utilizada ao caso concreto.

## **II.2 – DA IMPOSSIBILIDADE DE IMPUTAR AS AÇÕES EM CIRCULAÇÕES RECOMPRADAS PELA PRÓPRIA COMPANHIA AO ACIONISTA CONTROLADOR**

42. Na fórmula adotada para cálculo da quantidade de ações em circulação que poderia ser adquirida pelo acionista controlador sem a imposição de realização de OPA por aumento de participação, contemplou-se a subtração das ações adquiridas pela própria Companhia, para manutenção em tesouraria ou cancelamento, do total de ações em circulação, conforme consta da definição do item "ARC" da fórmula:

"Fórmula L(1/3)":  $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$ , sendo:

1. L(1/3) – Limite de 1/3 previsto nos arts. 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361;

2. AC00 – número de ações da classe ou espécie em circulação em 5/9/2000;

3. AAC – número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) aumentos de capital com subscrição de ações, (b) bonificações em ações, (c) alienação de ações pela própria companhia objeto em negociação com ações em tesouraria, e (d) conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);

4. ARC – número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) resgate, amortização ou reembolso, (b) aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3) em ações de outra classe ou espécie;

5. AOPS – número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 5/9/2000 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias; e

6. AQ – número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 5/9/2000, por meio de OPA ou por outro meio que não uma OPA.”

43. Ao contemplar as ações adquiridas pela própria Companhia, a fórmula equipara equivocadamente tais aquisições àquelas feitas pelo acionista controlador.

44. Ocorre que a aquisição de ações pela própria Companhia não pode configurar por si só uma aquisição pelo acionista controlador, nem pode ser a ela automaticamente equiparada (como acontece com a fórmula em questão), sobretudo quando tal presunção é expressamente afastada pelo art. 3º, §3º da Instrução CVM nº 361/02, cuja redação possui o seguinte teor:

“§3º Para os efeitos desta Instrução, não se presume a companhia objeto como atuando no mesmo interesse do acionista controlador.”

45. A presunção adotada pela norma da CVM é de que a companhia – ao fazer recompras de ações – não atua no mesmo interesse do controlador, como expressamente previsto no citado art. 3º, §3º da Instrução CVM nº 361/02, mas a fórmula inverte e despreza esta presunção, ao desde logo computar as recompras de ações para tesouraria como se fossem necessariamente compras feitas pelo acionista controlador.

46. Em adição, conforme já exposto acima, tem-se que a premissa adotada pelo art. 4º, §6º da Lei das S.A. é de que apenas e tão somente as aquisições efetuadas pelo acionista controlador, que impeçam a liquidez das ações remanescentes, devem ensejar a OPA por aumento de participação, e não aquelas aquisições efetuadas pela própria companhia ou por quaisquer outros terceiros.

47. Nesse sentido, as ações em tesouraria tampouco se enquadram nos conceitos de “aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias”, que, na forma do art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, autorizariam a CVM a realizar, após solicitação do acionista controlador, ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3.

48. Por tais razões, as recompras de ações realizadas pela própria Companhia não podem ser computadas na apuração da quantidade de ações em circulação que pode ser comprada pelo acionista controlador sem que haja a obrigação de realizar OPA por aumento de participação.

49. Com efeito, a fórmula efetivamente inverte a presunção estabelecida pela norma: ela presume que as aquisições para tesouraria são feitas em um suposto interesse do controlador de obter o fechamento branco do capital.

50. Porém, a norma da CVM considerou isto expressamente: as recompras não se presumem feitas no interesse do acionista controlador. Se o contrário houver provadamente ocorrido, a presunção se inverte (como é característico de qualquer presunção, juridicamente uma inversão do ônus da prova), e as recompras passarão a ser presumidas como feitas em benefício do acionista controlador.

51. A fórmula em questão, contudo, inverte a presunção relativa e a transforma em presunção absoluta, mas no sentido oposto. Assim, diz expressamente a norma da CVM: as recompras não se presumem favorecendo o controlador (ou seja, não se presumem até que se prove o contrário). Assim diz a fórmula: as recompras sempre se presumem em favor do controlador (e não há como provar o contrário).

52. As compras de ações de própria emissão pela sociedade anônima sempre puderam ensejar abusos, e a bem sucedida regulamentação da CVM sobre essa matéria, ora em processo de revisão, reconhece que em inúmeras situações tais recompras ocorrem no melhor interesse dos acionistas e do mercado em geral, e por isso visou coibir eventuais abusos por meio de regras específicas, sem vedar as aquisições. Equiparar para fins de OPA para aumento de participação as recompras a compras feitas pelo controlador, ainda que apenas parcialmente, não deixa de ser uma restrição às recompras, que não parece ter sido a intenção da Instrução CVM nº 361/02, e tampouco se extrai da reforma ora em curso da Instrução CVM nº 10/80.

53. Enfim, não se pode coibir uma prática regular pela possibilidade, sempre existente, de abuso, nem se pode presumir, pela mesma razão, que as recompras devem ser total ou parcialmente equiparadas a compras efetuadas pelo acionista controlador.

54. Adicionalmente, da forma com que a fórmula foi aplicada, pode vir a gerar um conflito de interesse entre uma companhia e o seu acionista controlador, haja vista que o legítimo interesse da companhia em realizar uma recompra de ações que beneficiaria a todos os seus acionistas poderia não prosperar em decorrência do interesse do acionista controlador de adquirir, no mercado, mais

ações de emissão da Companhia sem se ver obrigado a realizar uma OPA por aumento de participação.

55. *Ora, não se pode admitir que a CVM incentive um tal conflito, no sentido de que cada vez que a companhia recompra ações para tesouraria está a imputar diretamente um ônus ao acionista controlador, na medida em que está reduzindo a quantidade de ações que este pode comprar sem incidir na OPA por aumento de participação.*

56. *Em que pese a fórmula ter sido aprovada pelo Colegiado da CVM em casos anteriores, tem-se que um dos maiores méritos da CVM é sempre rever decisões anteriores, quando convencida do seu equívoco, de forma a sempre aperfeiçoar a interpretação da norma. Esta capacidade de não se pautar por juízos pré-concebidos, notadamente em casos com repercussão geral sobre todas as companhias abertas, justifica o reexame da questão aqui pleiteado.*

57. *Sem prejuízo do acima exposto, o máximo que se poderia admitir é a incidência da fórmula, ainda que equivocada, para quem expressamente solicitar a revisão nos termos do art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, mas jamais para quem não solicitou esta revisão e não pode, naturalmente, sofrer a consequência de uma fórmula equivocada e que viola, por definição, a matriz específica da Instrução CVM nº 361/02, para a OPA por aumento de participação, que é o art. 4º, § 6º, da Lei das S.A.*

### **II.3 – DA IMPOSSIBILIDADE DE EXCLUIR DAS AÇÕES EM CIRCULAÇÃO AQUELAS DETIDAS PELOS ADMINISTRADORES**

58. *O Ofício propõe ainda, com eficácia imediata, uma alteração para a fórmula aprovada anteriormente pelo Colegiado, de molde a excluir também das ações em circulação aquelas adquiridas por administradores da companhia aberta.*

59. *Antes de mais nada, tratando-se de nova regra (ou, no mínimo, de nova interpretação) ela certamente não poderia ser aplicada de forma retroativa – de modo a impor ônus ao administrado –, tendo em vista a garantia constitucional de proteção ao ato jurídico perfeito e, especificamente, a vedação à aplicação retroativa de nova interpretação no âmbito de processo administrativo, contida expressamente no art. 2º, § único, inciso xiii da Lei nº 9.784/99[8].*

60. *Por outro lado, esta é igualmente uma equiparação indevida entre os administradores e o acionista controlador, assim como é indevida a equiparação entre a atuação da companhia e do acionista controlador, e pelas mesmas razões anteriormente expostas não deveria ser adotada. Eventuais desvios e abusos, enfim, se ocorrerem, deveriam ser avaliados e punidos individualmente, e não ensejar restrições gerais à atuação correta de todo e qualquer acionista.*

61. *Por tais razões, as compras de ações realizadas pela própria companhia e por administrador não podem ser computadas na apuração da quantidade de ações em circulação que pode ser comprada pelo acionista controlador sem que haja a obrigação de realizar OPA por aumento de participação.*

62. *Admitir-se o contrário poderia levar a interpretações absurdas – se não vejamos, com base em um exemplo hipotético, no qual um acionista minoritário relevante da companhia detentor de 10% do capital social votante consegue se eleger, via voto múltiplo ou eleição em separado, para uma vaga no conselho de administração. De acordo com a fórmula utilizada, a simples eleição de tal acionista minoritário como administrador poderia ensejar a obrigação de o acionista controlador realizar a OPA por aumento de participação.*

63. *Sem contar que a fórmula cria para o acionista controlador um ônus inteiramente desvinculado de sua própria vontade, já que o controlador pode vir a ser obrigado a realizar uma OPA por aumento de participação em função de atos praticados por terceiros.*

64. *Nunca é demais destacar que o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. condiciona apenas a aquisição de ações pelo controlador que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes à formulação de OPA por aumento de participação. O referido dispositivo legal não inclui em seu rol de incidência qualquer outro ato que não a própria aquisição de ações pelo acionista controlador.*

65. *No presente caso, aplicada a fórmula sem computar as ações em tesouraria e as ações adquiridas por administradores, o acionista controlador não teria ainda atingido o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM nº 361/02, restando ainda um relevante saldo de ações por adquirir.*

### **II.4 – DA POSSIBILIDADE DE A CVM DISPENSAR O LIMITE DE 1/3 PREVITO NO ART. 26, CAPUT, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 361/02**

66. *O disposto no art. 35 da Instrução CVM nº 361/02 expressamente prevê a possibilidade de a CVM dispensar, desde que observados os requisitos ali previstos, o as exigências previstas na Instrução CVM nº 361/02 quanto ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, tal qual o limite de 1/3 das ações em circulação previsto no art. 26 da Instrução CVM nº 361/02.*

67. *No caso em tela, encontram-se presentes todos os requisitos constantes do artigo 35 da Instrução CVM nº 361/02 para concessão pela CVM da dispensa da exigência prevista no artigo 26 da Instrução CVM nº 361/02:*

(i) *A referida oferta não implica no cancelamento de registro da Companhia para negociação de valores mobiliários nos mercados regulamentados;*

(ii) O preço de aquisição por ação encontra respaldo em laudo de avaliação econômica elaborado pelo Banco Bradesco BBI S.A. (empresa especializada com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da Companhia, seus administradores e seu acionista controlador); e

(iii) A realização da oferta pública decorre de exigência constante do segmento especial de negociação no qual a Companhia encontra-se listada, em função da saída da Companhia do mencionado segmento.

68. Veja-se que, para concessão da dispensa, o art. 35 da Instrução CVM nº 361/02 faz como única ressalva a OPA para cancelamento de registro, mas não ressalva, naturalmente, a OPA por aumento de participação. Logo, a hipótese está plenamente circunstanciada pelo dispositivo previsto no art. 35 da Instrução CVM nº 361/02, podendo a CVM dispensar a Arapaima do cumprimento do disposto no art. 26 da Instrução CVM nº 361/02, na hipótese de realização da OPA para Saída do Novo Mercado.

## **II.5 – DA POSSIBILIDADE DE A ARAPAIMA FORMULAR UMA OPA VOLUNTÁRIA PARA ADQUIRIR MAIS DE 2/3 AÇÕES EM CIRCULAÇÃO**

69. Conforme previsto art. 26, caput, da Instrução CVM nº 361/02, a OPA por aumento de participação "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".

70. Como se pode verificar, o art. 26, caput, da Instrução CVM nº 361/02 excluiu expressamente da hipótese de incidência da OPA por aumento de participação a aquisição, por meio de uma OPA, de ações que representam mais de 1/3 das ações em circulação. Ou seja, a OPA por aumento de participação não é deflagrada por aquisições realizadas por meio de oferta pública, já que terá sido dada a todos os demais acionistas a oportunidade de aceitar a OPA, e vender suas ações.

71. A interpretação do Colegiado da CVM deixa clara tal conclusão e, ainda, complementa ao afirmar claramente que o controlador poderia, por qualquer meio, adquirir 1/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe e, posteriormente, realizar uma nova OPA voluntária, na qual o controlador somente poderia adquirir montante superior a 2/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe:

**"Porém, cumpre reiterar que, segundo o disposto no art. 26, a OPA por aumento de participação não tem incidência quando o limite de 1/3 é ultrapassado por meio de um a OPA. Assim, por exemplo, o controlador poderia adquirir, independentemente do meio utilizado, 1/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe e, posteriormente, realizar uma nova OPA voluntária, sem que daí decorresse a obrigatoriedade de realizar uma OPA por aumento de participação. Deve-se apenas atentar para o fato de que, por intermédio da OPA voluntária, o controlador somente poderia adquirir montante superior a 2/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe, uma vez que o saldo a adquirir dentro do limite de 1/3 já estaria zerado em razão das ações previamente adquiridas."[9] (grifos nosso)**

72. Segundo o Ofício, tendo em vista que o limite de 1/3 previsto no art. 26 da Instrução CVM nº 361/02 teria sido ultrapassado por conta das aquisições de ações realizadas pela própria Companhia e por seus administradores (e não por aquisições efetuadas diretamente pelo acionista controlador), novas aquisições de ações por parte do acionista controlador somente poderiam ser realizadas por meio de OPA por aumento de participação, nos termos do art. 26, § 6º, da Instrução CVM nº 361/02.

73. Ocorre que o art. 26, § 6º, da Instrução CVM nº 361/02 não prevê uma hipótese de OPA autônoma, mas apenas e tão somente busca "fortalecer a regra do caput e a do §1º do art. 26"[10].

74. Assim sendo, ao se interpretar o art. 26, § 6º, da Instrução CVM nº 361/02 deve sempre se levar em consideração que, na forma do art. 26, caput, da Instrução CVM nº 361/02, a OPA por aumento de participação não é deflagrada por aquisições realizadas por meio de oferta pública, tal qual pretende a Arapaima por meio da OPA para Saída do Novo Mercado.

75. Em função da ressalva contida no art. 26, caput, Instrução CVM nº 361/02 e conforme o próprio Colegiado já decidiu (conforme o voto acima transcrito proferido por Otávio Yazbek), o controlador poderia, por qualquer meio, adquirir 1/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe e, posteriormente, realizar uma nova OPA voluntária, na qual o controlador somente poderia adquirir montante superior a 2/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe.

76. Dessa forma, em que pese os argumentos aqui expostos, caso as razões contidas no Ofício sejam mantidas, e a CVM entenda definitivamente pela aplicação da fórmula ao caso da Companhia, tem-se que, mesmo no caso de o acionista controlador ter superado o limite de 1/3 previsto no art. 26, caput, da Instrução CVM nº 361/02, tal controlador poderia, por si ou por pessoa a ele vinculada, formular uma oferta voluntária para adquirir montante superior a 2/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe (ou mesmo solicitar a dispensa de tal limite, conforme se verá abaixo).

77. Ou seja, em que pese os demais argumentos aqui expostos, mesmo com a aplicação da fórmula, seria lícito a Arapaima formular a OPA voluntária para Saída do Novo Mercado, ainda mais

considerado o pedido de dispensa do previsto no artigo 15 da Instrução nº 361/02, com base no permissivo previsto no artigo 35 da Instrução CVM nº 361/02.

## **II.6 – APLICAÇÃO DO ART. 35 DA INSTRUÇÃO CVM Nº 361/02 E DISPENSA DOS LIMITES MÁXIMOS E MÍNIMOS**

78. Em adição ao acima exposto, é sempre importante lembrar que, na forma do art. 35 da Instrução CVM nº 361/02, a CVM pode dispensar, desde que observados os requisitos ali previstos, as exigências previstas na Instrução CVM nº 361/02 quanto ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas (incluindo, aquelas exigências previstas nos art. 15 e 26 da Instrução CVM nº 361/02).

79. Conforme já anteriormente manifestado pela Arapaima, encontram-se presentes, no caso em tela, todos os requisitos constantes do artigo 35 da Instrução CVM nº 361/02 para concessão pela CVM da dispensa de toda e qualquer a exigência prevista na Instrução CVM nº 361/02 quanto ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas:

(i) a referida oferta não implica no cancelamento de registro da Companhia para negociação de valores mobiliários nos mercados regulamentados;

(ii) o preço de aquisição por ação encontra respaldo em laudo de avaliação econômica elaborado pelo Banco Bradesco BBI S.A. (empresa especializada com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da Companhia, seus administradores e seu acionista controlador); e

(iii) a realização da oferta pública decorre de exigência constante do segmento especial de negociação no qual a Companhia encontra-se listada, em função da saída da Companhia do mencionado segmento.

## **II.7 – APLICAÇÃO RETROATIVA E SEGURANÇA JURÍDICA**

80. É importante destacar que todos os atos praticados até o momento foram feitos à luz do disposto no art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, conforme este vinha sendo interpretado até o momento pela CVM.

81. Foi neste cenário que (i) as recompras foram realizadas pela Companhia; e (ii) a OPA para Saída do Novo Mercado foi lançada pela Arapaima. Não pode agora o acionista controlador sofrer um ônus com base em uma interpretação que não decorre do texto normativo.

82. Soubesse o acionista controlador que as recompras efetuadas pela Companhia operariam em seu desfavor e acabariam por impor a obrigação de realizar uma OPA por aumento de participação, o acionista controlador poderia certamente ter tomado outras providências, inclusive insurgir-se contra tal recompra, de forma a se proteger de uma na medida que lhe importaria um ônus desproporcional.

83. Por todo o exposto ao longo desta manifestação, caso a CVM pretenda alterar o conteúdo da Instrução CVM nº 361/02, mesmo que por via de interpretação, de forma a aplicá-lo em todo e qualquer caso (e não somente naqueles casos em que houver solicitação expressa do acionista controlador), deverá fazê-lo para frente, sem retroagir a atos praticados sob égide do disposto no art. 35-A, da Instrução CVM nº 361/02

84. É por isso que se prestigia a segurança jurídica como valor fundamental, ao ponto de que a Lei nº 9.784/99 (Lei do Processo Administrativo) ter expressamente vedado, em seu art. 2º, § único, inciso xiii, a aplicação retroativa de nova interpretação no âmbito de processo administrativo.

## **III – CONCLUSÃO**

85. Pelas razões acima expostas, a Arapaima requer a reconsideração das conclusões constantes do Ofício, para que seja reconhecida a inexistência de obrigação de realizar OPA por aumento de participação ou, alternativamente, caso a SRE entenda pela manutenção das conclusões constantes do Ofício, a remessa desta manifestação para análise do Colegiado na forma de recurso.

86. Por fim, a Arapaima reforça as razões manifestadas por meio das petições datadas de 12 de maio de 2014 e 13 de maio de 2014, por meio das quais requereu (i) a dispensa da exigência prevista no artigo 15 da Instrução nº 361/02, na OPA para Saída do Novo Mercado, com base no permissivo previsto no artigo 35 da Instrução CVM nº 361/02; e (ii) a confirmação, por parte da CVM, de que a modificação do edital da OPA de Saída do Novo Mercado, em função da dispensa da exigência prevista no artigo 15 da Instrução nº 361/02, seria uma renúncia a condição para efetivação da oferta, aplicando-se, portanto, o prazo mínimo de 10 (dez) dias previsto no art. 5º, §3º, inciso I, da Instrução CVM nº 361/02.

87. A subscritora mantém-se a disposição desta d. CVM para qualquer esclarecimento que se faça necessário.”

## **III. NOSSAS CONSIDERAÇÕES**

3.1. No presente caso, ressaltamos que são sete os pontos alegados pela Recorrente que, em seu entendimento, ensejariam a reforma da decisão da SRE, os quais listamos abaixo de maneira resumida:

A. “Inaplicabilidade do art. 35-A da Instrução CVM 361 ao presente caso”;

B. “Impossibilidade de imputar as ações em circulação recompradas pela própria Companhia ao seu

acionista controlador”;

- C. “Impossibilidade de excluir das ações em circulação aquelas detidas pelos administradores da Companhia”;
- D. “Possibilidade de a CVM dispensar o limite de 1/3 previsto no caput do art. 26 da Instrução CVM 361”;
- E. “Possibilidade de a Ofertante formular uma OPA voluntária para adquirir mais de 2/3 das ações em circulação de emissão da Companhia”;
- F. “Sendo possível o disposto no item E acima, possibilidade de se conceder a dispensa dos limites máximos e mínimos, com base no disposto pelo art. 35 da Instrução CVM 361”; e
- G. “Aplicação retroativa e segurança jurídica”.

3.2. Antes de analisarmos cada um dos pontos levantados pela Recorrente, conforme listados acima, cabe revisitarmos a regulamentação aplicável à OPA por aumento de participação.

3.3. Nesse sentido, destacamos que a OPA por aumento de participação é prevista no § 6º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 (“LSA”) nos seguintes termos:

*“Art. 4º, § 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4o, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.”*

3.4. A CVM, por meio da Instrução CVM 361, prevê a realização da OPA por aumento de participação no art. 26 e no § 2º do art. 37, ambos da Instrução CVM 361, nos seguintes termos:

*“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.*

*§1º Caso as pessoas referidas no caput detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o caput, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.*

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

*§3º O requerimento de registro da OPA de que trata o caput deverá ser apresentado à CVM no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da data em que se verificar a hipótese do caput, ou no prazo determinado pela CVM, na hipótese do § 1o.*

*§4º Em qualquer das hipóteses deste artigo será lícito às pessoas mencionadas no caput adotar o procedimento alternativo de que trata o art. 28, nas condições ali referidas.*

*§ 5º Não sendo aplicável o disposto nos §§1º e 2º do art. 37, o limite de 1/3 (um terço) previsto no caput deverá ser calculado com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários.*

*§ 6º Uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no caput, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação.” (grifos nossos)*

*“Art. 37 (...)*

*§1º Para efeito da aplicação às companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução do disposto nos arts. 15, inciso I e 26, o limite de 1/3 das ações em circulação ali referido deverá ser calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM no 345, de 4 de setembro de 2000, de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir.*

§2º Ainda para efeito das companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução, caso o ofertante, nas ofertas de que trata o caput do art. 15, já tenha atingido o limite a que se refere o inciso I do mesmo artigo, calculado na forma do parágrafo anterior, nova aquisição de ações somente poderá ser realizada mediante OPA por aumento de participação, com as limitações ali estabelecidas. (grifo nosso)

3.5. Percebe-se que o caput do art. 26 da Instrução CVM 361 prevê que a OPA por aumento de participação é devida 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".

3.6. Já o § 6º do mesmo artigo prevê que "uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no caput, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação."

3.7. Da leitura conjunta do caput e do § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361, conclui-se que o primeiro (o caput) trata da situação em que os agentes ali citados realizam aquisições que resultam na ultrapassagem do limite de 1/3 das ações em circulação, contraindo assim a obrigação de realizar uma OPA por aumento de participação. Já o segundo (o § 6º) limita os agentes ali citados a, uma vez ultrapassado o limite de que trata o caput, realizar novas aquisições de ações em circulação apenas por meio de OPA por aumento de participação.

3.8. Veremos adiante que o § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361 abarca exatamente a situação enfrentada no presente caso, em que o Controlador não ultrapassou o limite de 1/3 de que trata o caput do mesmo Artigo no momento em que realizou aquisições, entretanto, encontra-se em situação na qual o referido limite está ultrapassado em função de aquisições posteriores realizadas pela Companhia.

3.9. Conforme verificamos no parágrafo 3.4 acima, a Instrução CVM 361 prevê, no § 2º do art. 37, outra situação que enseja a realização de uma OPA por aumento de participação, aquela em que, nas ofertas de que trata o caput do art. 15 da mesma Instrução, o ofertante já tenha atingido o limite a que se refere o inciso I do mesmo artigo.

3.10. Tal situação é similar àquela prevista pelo § 6º do art. 26, porém aplicável apenas aos casos em que o limite de 1/3 das ações em circulação é atingido por conta da realização de uma OPA em que o ofertante tenha se limitado a adquirir o limite de 1/3 das ações em circulação, conforme previsto no inciso I do art. 15 da mesma Instrução.

3.11. Verifica-se, então, que o caput e o § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361 são dispositivos que dizem respeito à tutela da liquidez das ações em circulação em casos de aquisições realizadas por outro meio que não uma OPA. Já o § 2º do art. 37 da mesma Instrução diz respeito à tutela da liquidez das ações em circulação em casos de aquisições que se dão por meio das OPA que observam o art. 15 da referida norma.

3.12. Ademais, cabe ressaltar que a Instrução CVM 361 define o número de ações em circulação que serve de base para o cálculo do limite de 1/3 de que tratam o art. 26 e o § 2º do art. 37 da mesma Instrução.

3.13. A esse respeito, ressaltamos o que dispõe o § 1º do art. 37 e o § 5º do art. 26, ambos da Instrução CVM 361:

"Art. 37. (...)

*§1º Para efeito da aplicação às companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução do disposto nos arts. 15, inciso I e 26, o limite de 1/3 das ações em circulação ali referido deverá ser calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir."*

"Art. 26. (...)

*§ 5º Não sendo aplicável o disposto nos §§1º e 2º do art. 37, o limite de 1/3 (um terço) previsto no caput deverá ser calculado com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários."*

3.14. Da leitura conjunta dos dispositivos acima transcritos, verifica-se que o número de ações em circulação da Companhia a ser utilizado para efeito do cálculo do limite de 1/3 de que tratam os arts. 15 e 26 da Instrução CVM 361, deverá se dar com base na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da Cremer ("IPO"), ou seja, em 23/05/2007, dado que tal evento ocorreu após a data de entrada em vigor da Instrução CVM nº 345/00 (05/09/2000).

3.15. Ainda sobre o tema tratado no parágrafo acima, vale destacar a ressalva constante do art. 35-A da Instrução CVM 361, que dispõe:

"Art. 35-A. A pedido do acionista controlador, a CVM poderá autorizar que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 (um terço) previsto nos arts. 15, inciso I e 26, caso esse número tenha

se alterado de maneira significativa após as datas estabelecidas nos referidos dispositivos e no art. 37, §1º, em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias." (grifos nossos)

3.16. Por conta da possibilidade mencionada no dispositivo supra, constante da Instrução CVM 361 desde 25/11/2010, com a edição da Instrução CVM nº 487/10 ("Instrução CVM 487"), o Colegiado da CVM já acolheu proposta desta área técnica para que o cálculo do limite de 1/3 de ações em circulação passíveis de serem adquiridas conjuntamente pelo "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", sem que tal aquisição venha a ensejar na obrigação de realização da OPA por aumento de participação, fosse feito por meio de uma fórmula.

3.17. Tal proposta foi submetida ao Colegiado da CVM no âmbito do recurso contra decisão da SRE, interposto por Suzano Holding S.A., tratado pelo Processo CVM nº 2010-13241, conforme melhor esclarecem os seguintes termos da decisão do Colegiado da CVM datada de 19/04/2011, sobre aquele caso:

*"Trata-se de apreciação de recurso interposto por Suzano Holding S.A. ("Recorrente"), controladora de Suzano Papel e Celulose S.A. ("Companhia"), contra a decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE.*

*A Recorrente formulou consulta sobre a possibilidade de adquirir até 33.287.639 ações PNA de emissão da Companhia, sem que daí decorresse a obrigatoriedade de realizar OPA por aumento de participação, de que trata o § 6º do art. 4º da Lei 6404/76 e o art. 26 da Instrução CVM 361/03.*

*A Recorrente argumentou que houve nos últimos anos uma série de alterações relevantes na base acionária da Companhia, de maneira que o montante a ser adquirido não ultrapassaria o limite de 1/3 das ações PNA de emissão da Companhia atualmente em circulação no mercado.*

*Em 25.11.10, posteriormente à formulação da Consulta, a CVM editou a Instrução CVM 487/10, que modifica o regime das ofertas públicas de aquisição de ações. A norma contida no art. 35-A da Instrução permite ao acionista controlador de companhia aberta solicitar à CVM autorização para que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite previsto no art. 37, § 1º, da Instrução. Diante dessa alteração normativa, a Recorrente aditou então seu recurso, solicitando que este fosse apreciado à luz da nova disposição regulamentar.*

*Com base no art. 35-A da Instrução, a SRE reiterando que, caso o número de ações em circulação que serve de base para o cálculo do limite de 1/3 tenha se alterado substancialmente em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias, a CVM poderia autorizar ajustes em tal número, apresentou uma metodologia para o cálculo do novo limite. Em linhas gerais, de acordo com tal metodologia, o limite de 1/3 deve ser calculado com base na: (i) a soma do número de ações da respectiva classe ou espécie em circulação em 05.09.00 com o número adicional de ações colocadas em circulação a partir daquela data, em decorrência de aumentos de capital com subscrição de ações, bonificações em ações, alienação de ações mantidas em tesouraria pela própria companhia objeto, e conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie que se pretende adquirir; (ii) menos as ações retiradas de circulação a partir de 05.09.00, em razão de operações de resgate, amortização, reembolso, aquisição de ações pela própria companhia para manutenção em tesouraria ou cancelamento e conversões de ações da classe ou espécie a serem adquiridas em ações de outra classe ou espécie; (iii) mais as ações alienadas a partir de 05.09.00 pelo controlador ou por pessoas vinculadas ou que atuem em conjunto, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias. Deste número ainda se devem subtrair as ações adquiridas pelo controlador ou por pessoa vinculada desde 05.09.00, por qualquer meio. A SRE ressaltou, ainda, a importância da realização de ajustes no cálculo em razão de eventuais grupamentos e desdobramentos referentes às ações da companhia objeto da oferta.*

*Aplicando aquela metodologia ao caso concreto, a SRE concluiu que a Recorrente poderia adquirir até 40.310.981 ações PNA, sem ficar obrigada à realização da OPA por aumento de participação de que tratam a legislação e a regulamentação em vigor.*

*O Relator Otavio Yazbek apresentou voto acompanhando a posição da SRE, reiterando que a metodologia apresentada no MEMO/SRE/GER-1/089/11 seria adequada inclusive para nortear a postura da área em casos futuros de mesma natureza.*

*O Colegiado, acompanhando o voto do Relator Otavio Yazbek, deliberou, em resposta à consulta formulada, que a Suzano Holding S.A. poderia adquirir até 40.310.981 ações PNA de emissão da Suzano Papel e Celulose S.A. pela Suzano Papel e Celulose S.A., sem que disso resulte a obrigação de realizar OPA por aumento de participação, nos termos da Instrução CVM 361/02." (grifo nosso)*

3.18. À época, por intermédio do MEMO/SRE/GER-1/Nº 89/11, propúnhamos:

*"Em aditamento àquele Memo 43/2001, e com base no art. 35-A da Instrução CVM 361, propomos uma fórmula - Fórmula L(1/3) - que possa ser aplicada ao caso concreto, além de servir como norteadora para eventuais casos futuros, sem prejuízo de que os*



mesmos sejam analisados quanto à sua efetiva aplicação, em função das características de cada caso.

Então, partindo daquele dispositivo, que prevê a possibilidade de a CVM autorizar reajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 previsto nos dispositivos ali referidos, "em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias.", propomos a seguinte fórmula para o referido cálculo do limite de 1/3:

"Fórmula L(1/3)":  $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$ , sendo:

1.  $L(1/3)$  – Limite de 1/3 previsto nos arts. 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361;
2. AC00 – número de ações da classe ou espécie em circulação em 5/9/2000;
3. AAC – número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) aumentos de capital com subscrição de ações, (b) bonificações em ações, (c) alienação de ações pela própria companhia objeto em negociação com ações em tesouraria, e (d) conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);
4. ARC – número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) resgate, amortização ou reembolso, (b) aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3) em ações de outra classe ou espécie;
5. AOPS – número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 5/9/2000 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias; e
6. AQ – número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 5/9/2000, por meio de OPA ou por outro meio que não uma OPA.

Ressaltamos, ainda, que as diferentes incógnitas acima devem ser individualmente ajustadas segundo os fatores utilizados em eventuais grupamentos/desdobramento pelos quais as ações da companhia tenham passado desde sua existência.

Ademais, como se observa da Fórmula L(1/3), não entrou no cômputo o número de ações da classe ou espécie alienadas pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por outro meio que não uma oferta pública de distribuição, a partir de 5/9/2000, ou seja as ações alienadas por outro meio que não uma oferta pública secundária de distribuição.

Tal condição é necessária para a boa aplicação da Fórmula L(1/3), uma vez que observamos que:

- i. a contabilidade do número de ações alienadas pelo controlador/vinculado sem oferta pública de distribuição poderia levar a Fórmula L(1/3) a permitir que os mesmos viessem a adquirir mais do 1/3 do atual free float na respectiva espécie ou classe, a medida que tal número fosse maior do que AQ (definido acima); e
- ii. o disposto no art. 35-A da Instrução CVM 361 não faz menção a alienações por outro meio que não uma oferta pública de distribuição, mas menciona claramente que "a CVM poderá autorizar (...) ajustes no número de ações em circulação (...), caso esse número tenha se alterado de maneira significativa (...), em razão de (...) ofertas públicas de distribuição (...)".

Por outro lado, consideramos a possibilidade futura de um controlador/vinculado eventualmente pleitear o direito de acrescentar tal número na Fórmula L(1/3) para o seu caso, sob a alegação de que as alienações que realizou fora de uma oferta pública de distribuição contribuíram para aumentar significativamente a liquidez das ações desde 5/9/2000.

Observamos, contudo, que tal possibilidade é muito remota, uma vez que alienações dessa natureza (sem oferta pública de distribuição) não envolveriam um número significativo de ações.

Não obstante, entendemos que, havendo pleitos futuros dessa natureza, a CVM poderá analisar a pertinência do caso eventualmente apresentados (p. ex: se esse número não ultrapassa AQ da Fórmula, o que de outra forma permitiria que os controladores/vinculados viessem a adquirir mais do 1/3 do atual free float), com vista

à sua autorização, pois apesar de o art. 35-A da Instrução CVM 361 não mencionar tal possibilidade, conforme dito acima, esse dispositivo também não apresenta vedação à mesma.”

3.19. Já em seu voto, o então Diretor Otávio Yazbek ressaltou:

*"8. Acompanho a posição ao cabo esposada pela SRE, reiterando que a metodologia por ela apresentada no memorando de 11.4.2011 parece-me adequada inclusive para nortear a postura da área em casos futuros de mesma natureza. Considero, porém, necessário aprofundar a análise dos fundamentos daquela metodologia, de modo a demonstrar que ela, de fato, é consistente com a regulamentação em vigor." (grifo nosso)*

3.20. Posteriormente, num segundo precedente, o Colegiado da CVM entendeu pertinente a aplicação da referida fórmula para o cálculo do limite de aquisição de 1/3 das ações em circulação de que trata o inciso I do art. 15 da Instrução CVM 361, no âmbito de uma OPA formulada pelo controlador de uma companhia objeto.

3.21. Para melhor entendimento daquele segundo precedente, destacamos o art. 15 da Instrução CVM 361, que dispõe:

*"Art. 15. Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá:*

*I - adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, observado, se for o caso, o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 37; ou*

*II - desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação;*

*Parágrafo único. Não sendo aplicável o disposto no art. 37, §§ 1º e 2º, o limite de 1/3 (um terço) previsto no inciso I deverá ser calculado com base no número de ações existentes em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários."*

3.22. Mais precisamente, o segundo precedente tratava de recurso interposto pela Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – Embratel contra interpretação da SRE sobre o disposto no inciso I do art. 15, combinado com o § 1º do art. 37, ambos da Instrução CVM 361, e foi tratado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2010-15144.

3.23. Aquele tema foi tratado pelo Colegiado da CVM em reunião datada de 27/12/2011, que deliberou nos seguintes termos:

*"Trata-se de recurso apresentado pela Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – Embratel (Recorrente) contra interpretação da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários – SRE sobre o disposto no inciso I do artigo 15, combinado com o § 1º do art. 37, ambos da Instrução CVM 361/02.*

*Tal interpretação decorreu de consulta formulada pela Recorrente, enquanto ofertante na OPA Voluntária de Net Serviços de Comunicação S.A., analisada pela SRE no âmbito do Proc. RJ2010/12481. No entendimento da SRE o edital teria que ser publicado de modo a incluir a regra prevista no art. 15, inciso I da Instrução CVM 361/02, que dispõe sobre a aceitação dos titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, para que o ofertante possa adquirir até 1/3 das ações em circulação da companhia.*

*Para a SRE o presente caso é bastante semelhante ao Proc. RJ2010/13241, apreciado na reunião do Colegiado de 19.04.11, quando foi apresentada pela SRE, e aceita pelo Colegiado, uma metodologia para o cálculo do limite de 1/3 de ações em circulação. Na ocasião, inclusive, reconheceu-se que a metodologia preparada seria adequada "para nortear a postura da área em casos futuros de mesma natureza".*

*Assim, o Relator Alexandro Broedel Lopes apresentou voto concluindo que o entendimento da área técnica, bem como o julgamento do Colegiado para o Proc. RJ2010/13241, oferecem satisfatoriamente resposta à consulta formulada pela Recorrente, pois norteiam a interpretação da norma vigente para casos semelhantes.*

*O Colegiado, acompanhando o entendimento do Relator, deliberou o indeferimento do recurso apresentado pela Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A., e decidiu que a mesma metodologia sugerida para o Proc. RJ2010/13241 deve ser aplicada ao presente caso, conforme os parâmetros reproduzidos no voto do Relator." (grifos nossos)*

3.24. Seguem os termos do voto do Relator daquele caso à época, o então Diretor Alexandro Broedel Lopes:

"Voto

1. Inicialmente, faço constar que o pedido das Recorrentes diz respeito a dispositivos que foram modificados, com o advento da Instrução CVM nº 487/10. Assim, a consulta das Recorrentes deve ser respondida à luz destes novos dispositivos.

2. Com efeito, o texto do art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, agora vigente, estabelece que, caso o número de ações em circulação que serve de base para o cálculo do limite de 1/3 tenha se alterado substancialmente, em razão de "aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias", a CVM pode autorizar ajustes em tal número.

3. Nesse sentido, a SRE se reporta a caso bastante semelhante ao presente, qual seja, o Processo CVM nº RJ-2010-13241, em que se analisou, justamente, o impacto da nova norma. Naquele processo, a SRE apresentou uma metodologia para cálculo do limite de 1/3, a qual foi acatada na respectiva decisão do Colegiado sobre o assunto. Na ocasião, inclusive, reconheceu-se que a metodologia preparada pela SRE seria adequada "para nortear a postura da área em casos futuros de mesma natureza".

4. Em breve resumo, a mesma metodologia sugerida naquele caso é, segundo a SRE, também aplicável ao presente caso, e segue parâmetros abaixo reproduzidos:

"A fórmula consiste em  $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$ , sendo:

$L(1/3)$ : Limite de 1/3 previsto nos artigos 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361;

AC00: número de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 05/09/00;

AAC: número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 05/09/00, em decorrência de: aumentos de capital com subscrição de ações, bonificações em ações, alienação de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria, e conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o  $L(1/3)$  em ações de outra classe ou espécie;

ARC: número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 05/09/00, em decorrência de: resgate, amortização ou reembolso, aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e conversão de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o  $L(1/3)$ ;

AOPS: número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 05/09/00 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias;

AQ: número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 05/09/00, por meio de OPA ou outro meio."

5. Assim, considerando o entendimento da área técnica e, também, o fato de que não há, concretamente, a previsão para realização de uma nova OPA, por parte consulente, entendo que a opinião da área técnica, bem como o julgamento do Colegiado para o Processo CVM nº RJ-2010-13241, oferecem satisfatoriamente resposta à consulta ora em análise, pois norteiam a interpretação da norma vigente para casos futuros, já se levando em consideração as alterações trazidas pela Instrução CVM nº 487/10.

É como voto."

3.25. Recentemente, o Colegiado da CVM mais uma vez entendeu ser pertinente o uso da Fórmula, quando deliberou sobre o recurso contra a decisão desta SRE, tratado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2014-3723, sobre a necessidade de os controladores do Banco Sofisa S.A. ("Banco Sofisa") realizarem uma OPA por aumento de participação.

3.26. No caso que deu ensejo àquele recurso ("Caso Sofisa"), o qual foi tratado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2013-8633, a Polo Fundo de Investimento em Ações protocolou reclamação na CVM alegando que membros da família Burmaian, controladores do Banco Sofisa e pessoas a eles vinculadas, adquiriram no mercado, a partir de 2007, ações preferenciais de emissão do Banco Sofisa em percentual superior a 1/3 do total dessa espécie em circulação, fazendo ensejar a necessidade de realização da referida OPA por aumento de participação.

3.27. Cabe ressaltar que tal necessidade de realização de OPA por aumento de participação do Banco Sofisa ocorreu, dentre outras razões, em função da utilização da Fórmula, por meio da qual as aquisições de ações em circulação realizadas pelo próprio banco para manutenção em tesouraria ou cancelamento, bem como por seus administradores, foram reduzidas da base de cálculo do limite de 1/3 de ações em circulação previsto no art. 26 da Instrução CVM 361.

3.28. O Colegiado da CVM, conforme consta da ata da reunião datada de 20/05/2014, decidiu nos seguintes termos:

"(...) o Colegiado, por unanimidade, deliberou pelo não provimento do Recurso interposto, acompanhando o entendimento da SRE no que diz respeito à (i) caracterização dos acionistas Ricardo Burmaian, Cláudia Regina Burmaian Loeb e Valéria Burmaian Kissajikian como pessoas vinculadas à Recorrente; (ii) inclusão das

ações recompradas pela própria Companhia e aquelas detidas pelos seus administradores no cálculo do limite das ações em circulação que podem ser adquiridas pelo acionista controlador sem a necessidade de que seja disparada OPA por aumento de participação; e (iii) necessidade de que a Recorrente lance a OPA por aumento de participação da Companhia." (grifo nosso)

3.29. Tendo sido delimitados os dispositivos normativos que tratam da OPA por aumento de participação e são aplicáveis ao caso em análise, bem como citados os casos precedentes em que o Colegiado da CVM ratificou a aplicação da Fórmula, analisaremos os argumentos trazidos pela Recorrente.

3.30. **A respeito da inaplicabilidade do art. 35-A da Instrução CVM 361 ao presente caso**, primeiramente, a Recorrente alega que esta SRE aplicou a Fórmula ao caso em tela com base na previsão constante do referido dispositivo normativo, sendo que tal dispositivo só poderia ser aplicado em caso de solicitação expressa formulada pelo acionista controlador, nos seguintes termos:

*"Art. 35-A. A pedido do acionista controlador, a CVM poderá autorizar que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 (um terço) previsto nos arts. 15, inciso I e 26, caso esse número tenha se alterado de maneira significativa após as datas estabelecidas nos referidos dispositivos e no art. 37, §1º, em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias."*

3.31. Ademais, com fulcro neste mesmo dispositivo, a Recorrente alega que os ajustes a serem realizados no número de ações em circulação só poderiam ocorrer "em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias", fatos que não ocorreram no presente caso.

3.32. Sobre esse ponto, cabe destacar que esta SRE realizou ajustes no número de ações em circulação decorrentes da aplicação da Fórmula, no presente caso, não por conta unicamente da previsão constante do art. 35-A da Instrução CVM 361, mas também por conta dos precedentes comentados anteriormente, principalmente os dois últimos, tratados no âmbito dos Processos CVM nºs RJ-2010-15144 e RJ-2014-3723.

3.33. Naqueles precedentes, ajustes similares foram realizados sem que houvesse o pedido expresso do acionista controlador da companhia objeto ou uma alteração significativa no número de ações em circulação por conta estritamente de "aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias".

3.34. Em nosso entendimento, a previsão constante do art. 35-A da Instrução CVM 361 não restringe os ajustes que a CVM pode realizar no número de ações em circulação para efeito de aplicação dos arts. 15, inciso I, e 26 da mesma Instrução, mas explicita a possibilidade de o acionista controlador solicitar à CVM que tais ajustes sejam realizados, e dá à CVM a possibilidade de realizá-los, caso julgue pertinente.

3.35. Por óbvio que o acionista controlador só solicitaria à CVM ajustes deste tipo nos casos em que tais ajustes o beneficiassem, ou seja, nos casos em que resultassem em acréscimo no número de ações em circulação a ser adquirido sem ensejar a obrigação de se realizar uma OPA por aumento de participação, conforme ocorreu no precedente tratado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2010-13241, sobre o qual comentamos nos parágrafos 3.17 a 3.19 acima.

3.36. Cabe à CVM, então, tomar a iniciativa de realizar ajustes no número de ações em circulação quando julgar necessário, a fim de que se observe a efetiva tutela da liquidez, mesmo que não tenha havido solicitação expressa por parte do acionista controlador da companhia objeto.

3.37. A aplicação da Fórmula nos precedentes comentados anteriormente e o entendimento do Colegiado ratificando a sua aplicação em casos similares, para nós, é suficiente para justificar o uso da mesma no presente caso, independente de solicitação expressa do acionista controlador.

3.38. Ademais, o fato de não se ter verificado até o presente momento qualquer reclamação de acionistas destinatários da Oferta quanto à tutela da liquidez das ações em circulação da Companhia, conforme alegado pela Recorrente, não justificaria a inércia da CVM em tutelar de pronto a liquidez, com base na regulamentação e nos precedentes.

3.39. **A respeito da impossibilidade de imputar as ações em circulação recompradas pela própria Companhia ao seu acionista controlador**, a Recorrente alega, primeiramente, que a Fórmula está equivocada, dado que equipara as aquisições realizadas pela própria companhia às realizadas pelo seu acionista controlador, o que estaria em desacordo com a previsão constante do § 3º do art. 3º da Instrução CVM 361, conforme transcrita abaixo:

*"Art. 3º, §3º Para os efeitos desta Instrução, não se presume a companhia objeto como atuando no mesmo interesse do acionista controlador."*

3.40. Essa questão também foi levantada em recurso contra a decisão desta SRE no âmbito do Caso Sofisa (Processo CVM nº RJ-2014-3723), comentado anteriormente no parágrafos 3.25 a 3.29.

3.41. Naquele caso, a Fórmula foi aplicada e as ações adquiridas pelo Banco Sofisa para manutenção em tesouraria ou cancelamento foram contabilizadas de modo a diminuir a base de ações em circulação sobre a qual se calculou o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361.

3.42. O Colegiado da CVM acompanhou o entendimento desta SRE e não promoveu qualquer ajuste na Fórmula no que diz respeito ao cômputo das ações recompradas pela própria companhia.

3.43. Por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº17/2014, o qual balizou a decisão desta área técnica naquele caso, expressamos nosso entendimento, que permanece inalterado, quanto a esse ponto, nos seguintes termos:

3.25 Resumidamente, seus argumentos, melhor detalhados na seção "2.1. Alegações do Banco Sofisa S.A." acima, são de que a Fórmula "não poderia equiparar as ações recompradas a compras feitas pelo acionista controlador", "por contrariar o disposto no § 3º do art. 3º da Instrução CVM nº 361 (que, provavelmente por estar isolado na topografia da norma, deixou de ser levado em conta na elaboração da fórmula)".

3.26 Sobre esse ponto, o Banco Sofisa se refere à variável "ARC" que originalmente, na Fórmula  $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$ , representa o "número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 05/09/00, em decorrência de: resgate, amortização ou reembolso, aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e conversão de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o  $L(1/3)$ ". (grifo nosso)

3.27 Não nos estenderemos muito nesse ponto, mas ratificamos nosso entendimento de que é adequada a aplicação da Fórmula, da forma em que se encontra para o presente caso.

3.28 Nesse sentido, entendemos que a manutenção da variável "ARC", conforme definida, não fere o que preceitua o § 3º do art. 3º da Instrução CVM 361, que dispõe: "Para os efeitos desta Instrução, não se presume a companhia objeto como atuando no mesmo interesse do acionista controlador".

3.29 Da mesma forma, entendemos que a Fórmula não equipara "as ações recompradas (pela própria companhia) a compras feitas pelo acionista controlador", conforme argumenta o Banco Sofisa.

3.30 Tanto não equipara "a compras feitas pelo acionista controlador", que o cômputo das "ações recompradas" pela própria companhia encontra-se contemplada na variável "ARC", a qual leva em consideração ainda as ações tiradas de circulação por força de outras reorganizações societárias realizadas pela companhia, como: "resgate, amortização ou reembolso, (...) e conversão de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar".

3.31 Essa variável "ARC" visa ao adequado ajuste de outra variável, uma das principais da Fórmula, base de cálculo e ponto de partida de toda a reflexão, qual seja a "AC00", definida como o "número de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 05/09/00" ou, no caso do Banco Sofisa, o "número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia", conforme preceitua o § 5º do art. 26 da Instrução CVM 361 destacado acima (parágrafo 3.2).

3.32 Já as aquisições de ações feitas pelo acionista controlador ou por pessoa vinculada são computadas em outra variável, a "AQ", definida como "número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 5/9/2000 (ou, no caso do Banco Sofisa, o "número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia"), por meio de OPA ou por outro meio que não uma OPA".

3.33 Como se verifica na Fórmula, a variável "AQ" não interfere na base cálculo "AC00", diferentemente do que faz a variável "ARC", mas na efetiva quantidade de ações que os controladores ou vinculados podem, em conjunto, vir a adquirir sem que venham a ensejar à realização da OPA por aumento de participação de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, considerando eventuais aquisições já realizadas anteriormente pelos mesmos.

3.34 Ademais, cabe ressaltar que, conforme bem observou o Parecer Eizirik, "a OPA por aumento de participação foi inserida em nosso ordenamento jurídico para evitar o 'fechamento branco' de capital, que era a denominação adotada pelo mercado para designar os casos em que o acionista controlador adquiria, paulatinamente, as ações em circulação emitidas pela companhia controlada, sem, no entanto, realizar uma oferta pública para cancelar o seu registro perante a CVM".

3.35 Por isso mesmo, embora tenhamos considerado que "não se presume a companhia objeto como atuando no mesmo interesse do acionista controlador", conforme preceitua o § 3º do art. 3º da Instrução CVM 361, motivo pelo qual, inclusive, a própria companhia objeto não fica obrigada a realizar OPA por aumento de participação caso atinja percentual superior a 1/3 das ações em circulação, tampouco faz com que o seu controlador/vinculado contraia essa obrigação, entendemos ser de fundamental importância que as aquisições feitas pela própria companhia, conforme representadas na variável "ARC", sejam descontadas da base de cálculo representada pela variável "AC00".

3.36 Se fosse de outra forma, conforme pretende o Banco Sofisa, poderíamos vivenciar situação em que os controladores de uma companhia ou pessoas vinculadas viessem a adquirir sem qualquer limite todas as ações em circulação, podendo vir a fechar o seu capital sem a realização de uma OPA para tanto.

3.37 *Senão, vejamos a seguinte ilustração:*

1- *Para uma companhia que abriu seu capital após o ano 2000, o número de ações em circulação na data de encerramento de sua primeira oferta pública de distribuição de ações ("AC00") foi de 9.000.000 de ações preferenciais;*

2- *Pela regra atual, considerando que não houve qualquer alteração na quantidade de ações em circulação, seja por conta de reorganizações societárias, seja por conta de aquisições feitas pela própria companhia, ou ainda por conta de aquisições feitas pelo controlador e/ou pessoa vinculada, os mesmos poderiam adquirir, em conjunto, até 3.000.000 de ações preferenciais em circulação, sem que com isso contraissem o dever de realizar de uma OPA por aumento de participação;*

3- *Consideremos, agora, que a própria companhia, em observância à regra, tenha adquirido ("ARC") para cancelamento ao longo de tempo 7.000.000 de ações preferenciais em circulação, restando, assim, 2.000.000 de ações preferenciais em circulação;*

4- *Nesse caso, se não considerássemos a quantidade de ações adquiridas pela própria companhia ("ARC") como dedutíveis da base de cálculo para o percentual de 1/3 ("AC00"), concluiríamos que os controladores ou pessoas vinculadas poderiam adquirir as mesmas 3.000.000 de ações preferenciais a que tinham direito originalmente (número superior à quantidade restante de ações preferenciais em circulação (2.000.000), após as aquisições feitas pela própria companhia (7.000.000 de ações preferenciais)), sem que com isso viessem a contrair o dever de realizar a OPA por aumento de participação;*

5- *Essa situação seria obviamente inconsistente, tanto em termos numéricos quanto em termos de preservação da tutela pretendida com os institutos da OPA por aumento de participação e da OPA para cancelamento de registro.*

3.38 *Ratificamos, assim, nosso entendimento de que a aplicação da "Fórmula  $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$ ", conforme estabelecida pelo Colegiado da CVM nos precedentes supramencionados, é adequada para o caso do Banco Sofisa ora em análise."*

3.44. Ainda sobre esse ponto, a Recorrente alega que a Fórmula, da forma como vem sendo aplicada, "pode vir a gerar um conflito de interesse entre uma companhia e o seu acionista controlador, haja vista que o legítimo interesse da companhia em realizar uma recompra de ações que beneficiaria a todos os seus acionistas poderia não prosperar em decorrência do interesse do acionista controlador de adquirir, no mercado, mais ações de emissão da Companhia sem se ver obrigado a realizar uma OPA por aumento de participação".

3.45. Em nosso entendimento, se essa hipótese for verdadeira, há uma contradição clara entre o argumento apresentado anteriormente pela Recorrente, com base no § 3º do art. 3º da Instrução CVM 361, de que "não se presume a companhia objeto como atuando no mesmo interesse do acionista controlador", e a afirmação acima, de "que o legítimo interesse da companhia em realizar uma recompra de ações que beneficiaria a todos os seus acionistas poderia não prosperar em decorrência do interesse do acionista controlador", a qual parte da premissa de que a Companhia atuará no interesse do acionista controlador.

3.46. Independente de tal contradição, entendemos que mesmo que a hipótese levantada pela Recorrente pudesse ocorrer, tal fato não justificaria que a CVM deixasse de considerar as ações adquiridas pela própria companhia como um redutor da base sobre a qual incide o limite de 1/3 de que tratam os arts. 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361, sob pena de permitir que ocorra algo como o descrito (ilustrado) no parágrafo 3.37 do MEMO/SRE/GER-1/Nº17/2014, transcrito acima.

3.47. **A respeito da impossibilidade de excluir das ações em circulação aquelas detidas pelos administradores da Companhia**, a Recorrente alega que tal exclusão não está prevista expressamente na descrição da Fórmula, e que isto representaria uma modificação da mesma, tratando-se, portanto, de nova regra, a qual não poderia ser aplicada ao presente caso, tendo em vista "a garantia constitucional de proteção ao ato jurídico perfeito e, especificamente, a vedação à aplicação retroativa de nova interpretação no âmbito de processo administrativo, contida expressamente no art. 2º, § único, inciso xiii da Lei nº 9.784/99".

3.48. Ademais, a Recorrente alega que tal exclusão representaria "uma equiparação indevida entre os administradores e o acionista controlador, assim como é indevida a equiparação entre a atuação da companhia e do acionista controlador, e pelas mesmas razões anteriormente expostas não deveria ser adotada. Eventuais desvios e abusos, enfim, se ocorrerem, deveriam ser avaliados e punidos individualmente, e não ensejar restrições gerais à atuação correta de todo e qualquer acionista".

3.49. Esse mesmo ponto também foi trabalhado no âmbito do Caso Sofisa, onde as ações retiradas de circulação por conta de compras realizadas pelos administradores do Banco Sofisa foram computadas de forma a reduzir a base sobre a qual incidiu o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, a despeito de tal tipo de compra não estar expressamente previsto na descrição da Fórmula.

3.50. Naquele caso, expressamos nosso entendimento sobre o ponto em questão por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº17/2014, nos seguintes termos:

"3.39 *Ademais, consideramos haver outros agentes, cujas aquisições de ações em circulação de determinada companhia aberta promovem o mesmo efeito das aquisições*

realizadas pela própria companhia, quais sejam, os membros do Conselho de Administração e da Diretoria.

3.40 Pelo mesmo raciocínio usado para concluirmos que as aquisições de ações em circulação feitas pela própria companhia devem contar da variável "ARC", deduzindo, assim, a base de cálculo representada pela variável "AC00", entendemos que as aquisições de ações em circulação realizadas pelos membros do Conselho de Administração e da Diretoria também devem ser incluídas na variável "ARC", o que não havia sido feito originalmente, quando da definição da Fórmula e das variáveis que a compõem.

3.41 Logo, para o presente caso, definiremos a variável "ARC" da como o "número de ações preferenciais de emissão do Banco Sofisa retiradas de circulação desde o seu IPO, em decorrência: (i) dos resgates feitos pelo próprio Banco, para manutenção em tesouraria ou posterior cancelamento; e (ii) das aquisições realizadas por membros do Conselho de Administração e da Diretoria".

3.42 Essa variável (ARC) contará com a compensação de recolocações de tais ações em circulação que eventualmente a companhia ou seus Administradores tenham feito ao longo do período.

3.43 Cabe ressaltar, ainda, que, embora a Fórmula tenha sido deduzida em 2010, ela não inventou regra nova, apenas traduziu a regra já existente pela Instrução CVM 361, reconsiderando reorganizações societárias por conta da recepção de seu art. 35-A, o que beneficia os próprios adquirentes de ações."

3.51. Ademais, vale lembrar que a própria definição de ações em circulação constante do § 2º do art. 4-A da LSA e do inciso III do art. 3º da Instrução CVM 361 exclui as ações detidas por administradores de companhia aberta, nos seguintes termos:

*"Art. 4º-A, § 2º Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria." (grifos nossos)*

*"Art. 3º, 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;" (grifos nossos)*

3.52. Sendo assim, ressaltamos que o nosso entendimento manifestado no Caso Sofisa, conforme transcrito acima, permanece o mesmo, pelo qual julgamos não prosperar as alegações da Recorrente.

3.53. A Recorrente alega também que caso "um acionista minoritário relevante da companhia detentor de 10% do capital social votante consegue [consequisse] se eleger, via voto múltiplo ou eleição em separado, para uma vaga no conselho de administração", "de acordo com a fórmula utilizada, a simples eleição de tal acionista minoritário como administrador poderia ensejar a obrigação de o acionista controlador realizar a OPA por aumento de participação".

3.54. Discordamos dessa alegação, tendo em vista que somente a subtração das ações adquiridas por administradores da Companhia da base de ações em circulação sobre a qual incide o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361 não ensejaria a obrigação de o acionista controlador realizar uma OPA por aumento de participação. No máximo, colocaria-o em situação na qual ele só poderia realizar novas aquisições por meio de OPA por aumento de participação, ficando a realização ou não de tal oferta vinculada ao desejo de o acionista controlador realizar aquisições de ações em circulação.

3.55. A Recorrente ainda alega que o § 6º do art. 4º da LSA prevê a formulação de uma OPA por aumento de participação apenas por conta de aquisições de ações realizadas pelo acionista controlador, e que tal "dispositivo legal não inclui em seu rol de incidência qualquer outro ato que não a própria aquisição de ações pelo acionista controlador".

3.56. Com essa alegação, a Recorrente pretende reforçar sua tese de que atualmente o Controlador não tem contra si a obrigação de fazer uma OPA por aumento de participação.

3.57 Cabe ratificar, então, que não estamos a tratar de uma obrigação de fazer por parte do Controlador, conforme preceitua o *caput* do art. 26 da Instrução CVM 361, caso seja sua intenção permanecer na posição em que se encontra, ou seja, sem realizar novas aquisições de ações em circulação.

3.58 O que estamos tratando é do previsto pelo § 6º do referido dispositivo, o qual preceitua que, "uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no **caput**, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação".

3.59. Ratificamos, ainda, nosso entendimento de que as aquisições de ações em circulação realizadas pela própria companhia ou pelos administradores jamais geram uma obrigação de se realizar uma OPA por aumento de participação, sendo tal obrigação configurada apenas por atitude do acionista controlador, seja ultrapassando o limite de 1/3 referido acima, quando das aquisições por ele realizadas, seja pela realização de novas aquisições quando se encontra na situação prevista pelo § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361, caso em que tais aquisições deverão ocorrer por meio de OPA por aumento de participação.

3.60. Ressalta-se ainda que, a despeito de a Recorrente alegar que as aquisições realizadas pelos administradores não estão expressamente definidas na Fórmula, ela deixa de citar que as ações emitidas pela Companhia após o seu IPO sem ser por meio de oferta pública de distribuição também não estão. No entanto, vale destacar que tais ações foram consideradas por nós como acréscimo ao número de ações em circulação a ser usado como base para o cálculo do limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361.

3.61. Caso, apenas por hipótese, viéssemos a desconsiderar estas duas parcelas que não estão expressamente definidas na Fórmula, o limite de ações a serem adquiridas pelo acionista controlador e pessoas a ele vinculadas, que hoje se encontra negativo em 589.700, conforme consta do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 112/2014, transcrito na seção I deste Memorando, ficaria negativo em 846.610 ações.

3.62. **A respeito da possibilidade de a CVM dispensar o limite de 1/3 previsto no caput do art. 26 da Instrução CVM 361**, a Recorrente alega basicamente que o art. 35 da Instrução CVM 361 prevê a possibilidade de a CVM dispensar tanto os limites de 1/3 e 2/3 previstos nos incisos I e II do art. 15 da Instrução CVM 361, quanto "o limite de 1/3 das ações em circulação previsto no art. 26 da Instrução CVM nº 361/02".

3.63. Discordamos desse entendimento, pois como se verifica do art. 35 da Instrução CVM 361, é clara a sua aplicação, a critério da CVM, aos limites previstos nos incisos I e II do art. 15 da referida Instrução no decurso da realização de uma OPA de que trata o referido dispositivo, mas não na dispensa de observação do limite de 1/3 de ações em circulação mencionado no *caput* do art. 26 da Instrução CVM 361:

*"Art. 35. A CVM poderá dispensar as exigências desta Instrução quanto ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, em OPA formulada por acionista controlador de companhia listada em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, que assegure, através de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa, desde que:*

*I - tais ofertas decorram de exigência constante do regulamento de listagem do respectivo segmento especial de negociação, em caso de retirada da companhia do respectivo segmento, seja em função de deliberação voluntária da companhia seja em razão de descumprimento de regras do regulamento, e desde que tais ofertas não impliquem cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários; e*

*II - o preço de aquisição corresponda, no mínimo, ao valor econômico da ação, apurado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da companhia, seus administradores e seu acionista controlador."* (grifo nosso)

3.64. **A respeito da possibilidade de a Ofertante formular uma OPA voluntária para adquirir mais de 2/3 das ações em circulação de emissão da Companhia**, a Recorrente alega que caso venha a realizar a referida oferta, esta não poderia ensejar a obrigação de se realizar uma OPA por aumento de participação, nos seguintes termos:

*"69. Conforme previsto art. 26, caput, da Instrução CVM nº 361/02, a OPA por aumento de participação "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".*

*70. Como se pode verificar, o art. 26, caput, da Instrução CVM nº 361/02 excluiu expressamente da hipótese de incidência da OPA por aumento de participação a aquisição, por meio de uma OPA, de ações que representam mais de 1/3 das ações em circulação. Ou seja, a OPA por aumento de participação não é deflagrada por aquisições realizadas por meio de oferta pública, já que terá sido dada a todos os demais acionistas a oportunidade de aceitar a OPA, e vender suas ações."*

3.65. Ademais, a Recorrente argumenta que o Colegiado da CVM já manifestou entendimento de que o controlador de uma companhia aberta "poderia, por qualquer meio, adquirir 1/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe e, posteriormente, realizar uma nova OPA voluntária, na qual o controlador somente poderia adquirir montante superior a 2/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe".

3.66. Sustentando o argumento ora apresentado, a Recorrente transcreve o seguinte trecho de voto do ex-Diretor Otavio Yazbek, no âmbito do Processo CVM nº SP-2010-13241:

*"Porém, cumpre reiterar que, segundo o disposto no art. 26, a OPA por aumento de participação não tem incidência quando o limite de 1/3 é ultrapassado por meio de uma OPA. Assim, por exemplo, o controlador poderia adquirir, independentemente do meio utilizado, 1/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe e, posteriormente, realizar uma nova OPA voluntária, sem que daí decorresse a obrigatoriedade de realizar uma OPA por aumento de participação. Deve-se apenas atentar para o fato de que, por intermédio da OPA voluntária, o controlador somente poderia adquirir montante superior a 2/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe, uma vez que o saldo a adquirir dentro do limite de 1/3 já estaria zerado em razão das ações previamente adquiridas."* (grifos nossos)



3.67. Primeiramente, cabe ressaltar que concordamos com o entendimento manifestado por meio do voto supra. Não obstante, o presente caso difere da situação ali descrita em aspecto crucial, tendo em vista que o controlador de Cremer já ultrapassou o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361.

3.68. Caso tal limite não tivesse sido ultrapassado, apenas atingido, não haveria óbice quanto à realização de uma OPA voluntária no presente caso.

3.69. A Recorrente destaca também trecho de voto do ex-Diretor da CVM Otavio Yazbek no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-14764, ao mencionar que o § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361 não prevê uma hipótese de OPA autônoma, mas apenas e tão somente busca "fortalecer a regra do caput e a do §1º do art. 26".

3.70. Em nosso entendimento, essa interpretação está correta, ou seja, o § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361 não prevê realmente uma hipótese de OPA autônoma, tanto que o referido dispositivo não trata de uma obrigação de fazer, mas de uma limitação para o acionista controlador que já tenha ultrapassado o limite de 1/3 das ações em circulação previsto no caput daquele Artigo, qual seja, somente "realizar novas aquisições de ações em circulação por meio de OPA por aumento de participação."

3.71. Portanto, entendemos que, no presente caso, não haveria a possibilidade de a Ofertante realizar apenas uma OPA voluntária, sendo necessário que qualquer aquisição de ações em circulação pelo acionista controlador ou pessoa a ele vinculada se dê por meio de OPA por aumento de participação, nos termos do § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361.

**3.72. A respeito da alegação de que, sendo possível a realização de OPA voluntária para aquisição de mais de 2/3 das ações em circulação, nos termos da alegação anterior, haveria a possibilidade de se conceder a dispensa dos limites máximos e mínimos, com base no disposto pelo art. 35 da Instrução CVM 361,** cabe destacar o que segue.

3.73. Sobre esse ponto, conforme nosso entendimento exposto nos parágrafos 3.64 a 3.71 acima, não haveria a possibilidade de se realizar apenas uma OPA voluntária no presente caso, motivo pelo qual não teceremos maiores comentários a respeito do mesmo.

3.74. A última alegação da Recorrente diz respeito à **aplicação retroativa e segurança jurídica**, que, em seu entendimento, **não estariam sendo observadas as regras constantes do inciso XIII do parágrafo único do art. 2º da Lei nº 9.784/99**, tendo em vista que "todos os atos praticados até o momento foram feitos à luz do disposto no art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, conforme este vinha sendo interpretado até o momento pela CVM."

3.75. Cabe ressaltar que esse mesmo argumento foi utilizado pela recorrente do Caso Sofisa, já comentando anteriormente no presente Memorando.

3.76. Por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº26/2014, manifestamos nosso entendimento, o qual foi acompanhado pelo Colegiado da CVM em reunião datada de 20/05/2014, nos seguintes termos:

*3.21 Em relação ao terceiro ponto levantado no Recurso em referência, notamos que também versa sobre a metodologia de cálculo, alegando que não deveriam ser computadas na Fórmula as aquisições realizadas pelos administradores da Companhia, por absoluta falta de base legal ou regulamentar.*

*3.22 Conforme já expusemos no MEMO/SRE/GER-1/Nº17/2014, (parágrafos 3.39 e 3.40 daquele memorando), nosso entendimento é de que, analogamente, aquisições de ações em circulação de determinada companhia aberta, realizadas pelos membros do Conselho de Administração e da Diretoria, provocam o mesmo efeito das aquisições realizadas pela própria companhia, e por isso deveriam ser somadas na variável "ARC", de forma a deduzir o montante de ações que poderiam ser adquiridas pelos controladores e pessoas vinculadas sem que ensejasse na necessidade de realizar OPA por aumento de participação.*

*3.23 Ademais, não concordamos com a Recorrente, quando a mesma afirma que tal regra seria inédita e por isso não poderia retroagir para ser aplicada no presente caso concreto.*

*3.24 Entendemos que a dedução de aquisições de ações por membros do Conselho de Administração e da Diretoria, da forma exposta acima, não causa qualquer prejuízo à Recorrente, pois seria apenas uma evolução da Fórmula para aplicação ao caso concreto.*

*3.25 Tanto é uma evolução que na manifestação de voto do ex-Diretor Otávio Yazbek, no caso Suzano Holding S.A. (págrafa 3.19 do MEMO/SRE/GER-1/Nº17/2014.), o mesmo considerou "necessário aprofundar a análise dos fundamentos daquela metodologia, de modo a mostrar que ela, de fato, é consistente com a regulamentação em vigor".*

*3.26 Da mesma forma, entendemos que poderíamos vir a enfrentar situações não previstas quando da elaboração da fórmula, em que a adequação da sua aplicação deveria ser objeto da verificação.*

*3.27 Além disso, a metodologia definida naquela ocasião deveria servir para nortear a postura da área em caso da mesma natureza, e foi o que ocorreu no presente caso, em que houve aquisições de ações por parte de membros do Conselho de*

Administração e da Diretoria.

3.28 Desse modo, verificamos a necessidade de adequar a fórmula para aplicação no caso concreto, tudo isso dentro da atribuição delegada à CVM e sua área técnica, conforme amplamente discutido no MEMO/SRE/GER-1/Nº17/2014.”

3.77. Por todo o exposto, mantemos nosso entendimento de que o aperfeiçoamento da Fórmula não se confunde com aplicação retroativa de nova interpretação, muito menos infringe qualquer regra que verse sobre segurança jurídica.

3.78. Por isso, caso o controlador pretenda realizar novas aquisições de ações, só poderá fazê-las por meio de OPA por aumento de participação, sem prejuízo de que seja requerida a unificação da referida OPA com uma OPA para saída de nível, caso seja do seu interesse.

#### **IV. CONCLUSÃO**

4.1 Por todo o acima exposto, propomos:

(i) a manutenção da decisão da SRE, conforme comunicada pelo OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 112/2014 (transcrito no presente Memorando, na seção I), de que "o limite de 1/3 das ações ordinárias em circulação da Companhia previsto no caput do art. 26 da Instrução CVM 361 já foi ultrapassado, sendo necessário que, caso novas aquisições de ações ordinárias em circulação venham a ser realizadas por seu acionista controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, tais aquisições deverão se efetivar por meio de OPA por aumento de participação, nos termos do § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361"; e

(ii) 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, ressaltando nosso entendimento manifestado no item (i) acima.

Atenciosamente,

(original assinado  
por)

(original assinado  
por)

RAUL DE CAMPOS  
CORDEIRO

**RICARDO MAIA DA  
SILVA**

Analista GER-1

Gerente de  
Registros -1

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

(original assinado por)

REGINALDO PEREIRA DE OLIVEIRA

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

---

[1] Item 1.12 do Edital da OPA para Saída do Novo Mercado: "1.12. Desistência da Oferta. Caso ocorra a aceitação da Oferta por Acionistas Habilitados titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos que 2/3 (dois terços) do total de Ações em Circulação detidas por Acionistas Habilitados na Data do Leilão, a Ofertante não procederá ao rateio entre os aceitantes e irá desistir da Oferta, conforme o inciso II do artigo 15 da Instrução CVM nº 361/02. Caso ocorra a aceitação da Oferta por Acionistas Habilitados titulares de (i) até 1/3 (um terço) do total de Ações em Circulação detidas por Acionistas Habilitados na Data do Leilão ou (ii) de 2/3 (dois terços) ou mais do total de Ações em Circulação detidas por Acionistas Habilitados na Data do Leilão, a Oferta será mantida em relação à totalidade das Ações oferecidas pelos aceitantes.

1.12.1. Para fins deste Edital, "Ações em Circulação" significa todas as ações ordinárias de emissão da Companhia, excetuadas aquelas ações (i) de titularidade dos Acionistas controladores, da Ofertante e pessoas a eles vinculadas; (ii) de titularidade dos administradores da Companhia; e (iii) aquelas mantidas em tesouraria. Para fins de esclarecimento e observado o disposto no item 1.7.3 acima, não serão computados para os fins dos parâmetros previstos no item 1.12 acima eventuais Ações que sejam alienadas no Leilão por pessoas vinculadas à Ofertante e/ou por administradores da Companhia."

[2] "Art. 15. Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá:

I - adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, observado, se for o caso, o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 37; ou

II - desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação;

[3] "Art. 35. A CVM poderá dispensar as exigências desta Instrução quanto ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, em OPA formulada por acionista controlador de companhia listada em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, que assegure, através de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa, desde que:

I - tais ofertas decorram de exigência constante do regulamento de listagem do respectivo segmento especial de negociação, em caso de retirada da companhia do respectivo segmento, seja em função de deliberação voluntária da companhia seja em razão de descumprimento de regras do regulamento, e desde que tais ofertas não impliquem cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários; e

II - o preço de aquisição corresponda, no mínimo, ao valor econômico da ação, apurado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da companhia, seus administradores e seu acionista controlador."

[4] "§3º A modificação da OPA exigirá publicação de aditamento ao edital, com destaque para as modificações efetuadas e com a indicação da nova data para realização do leilão, a qual deverá observar os seguintes prazos: I - prazo mínimo de 10 (dez) dias, nos casos de aumento do preço da oferta ou renúncia a condição para efetivação da OPA, ou 20 (vinte) dias, nos demais casos, contados da publicação do aditamento;" (grifos nossos)

[5] "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."

[6] "§ 6º Uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no caput, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação.

[7] "Fórmula L(1/3)":  $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$ , sendo:

1. L(1/3) - Limite de 1/3 previsto nos arts. 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361;

2. AC00 - número de ações da classe ou espécie em circulação em 5/9/2000;

3. AAC - número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) aumentos de capital com subscrição de ações, (b) bonificações em ações, (c) alienação de ações pela própria companhia objeto em negociação com ações em tesouraria, e (d) conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);

4. ARC - número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) resgate, amortização ou reembolso, (b) aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3) em ações de outra classe ou espécie;

5. AOPS - número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 5/9/2000 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias; e

6. AQ - número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 5/9/2000, por meio de OPA ou por outro meio que não uma OPA."

[8] "Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: XIII - interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação." (grifos nossos)

[9] Processo CVM RJ-2010/13241, julgado em 19 de abril de 2011 (voto de Otávio Yazbek).

[10] Processo CVM RJ-2012/14764, julgado em 30 de julho de 2013 (voto de Otávio Yazbek).