



Memorando nº 16/2015-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 18 de março de 2015.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

**Assunto: Pedido de registro de OPA para cancelamento de registro de BHG S.A. – Brazil Hospitality Group
— Processo CVM nº RJ-2014-10023**

Requer o Banco Itaú BBA S.A. (“Instituição Intermediária”), em conjunto com Razuya Empreendimentos e Participações S.A. (“Ofertante”), o registro de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) para cancelamento de registro de BHG S.A. – Brazil Hospitality Group (“BHG” ou “Companhia”), de acordo com o disposto no § 4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 (“LSA”) e na Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361”).

A Companhia é listada no segmento diferenciado de governança corporativa da BM&FBovespa, denominado Novo Mercado e inscrita no CNPJ/MF sob o nº 08.723.106/0001-25 e, nos termos do art. 3º de seu Estatuto Social, tem como objeto:

- "(i) o planejamento, incorporação, desenvolvimento e exploração de empreendimentos imobiliários no ramo de turismo de lazer e de negócios;
- (ii) o investimento na aquisição de propriedades, terrenos, edificações e imóveis em áreas rurais e/ou urbanas dedicados ao turismo e atividades relacionadas para fins de venda, exploração ou locação;
- (iii) a participação, como sócia, em outras sociedades, simples ou empresárias, e em empreendimentos comerciais de qualquer natureza, no Brasil e/ou no exterior, relacionados direta ou indiretamente aos objetivos aqui descritos;
- (iv) exploração da atividade hoteleira no Brasil e no exterior, por meio de gestão de hotéis e *apart hotéis* próprio e de terceiros, de forma direta ou de sociedades controladas.
- (v) exploração da atividade de bares e restaurantes."

Atualmente, seu capital social é representado por 62.880.541 ações ordinárias, e sua maior acionista é Latin America Hotels, LLC (“LAH” ou “Controladora”), titular de 18.554.680 ações (aproximadamente 29,51% do capital social e votante), conforme consta do último Formulário de Referência disponível.

Não obstante, cabe ressaltar que, em 2009, quando passou a se autodenominar controladora da Companhia, LAH detinha participação de 45,51% em seu capital social e votante, conforme Formulário de Referência daquela época.

Já em 2010, sua participação foi elevada para 50,87% no capital social e votante da Companhia, conforme Formulário de Referência daquela época.

Posteriormente, em função de diversos aumentos de capital, as participações de LAH no capital social e votante da Companhia evoluíram para: (i) 45,18% em 2011; (ii) 43,59% em 2012; e (iii) 29,51% em 2013 (participação que permanece até a presente data), conforme indicam os Formulários de Referência das respectivas épocas.

Com tais participações, LAH vem se autodenominando controladora da Companhia em documentos como, por exemplo, Formulários de Referência e Fatos Relevantes, à medida que tem assegurado a maioria dos votos nas deliberações de Assembleias Gerais, incluindo a eleição da maioria de seus administradores, em diferentes anos, em função de suas participações nos respectivos períodos.

Há que se fazer uma ressalva para a última Assembleia Geral, datada de 19/09/2014, que deliberou pelo cancelamento de registro da Companhia, em que LAH não tinha assegurada a maioria dos votos, uma vez que tal Assembleia contou com a participação de 73,05% do capital social e votante, mas que, não obstante, teve sua proposta aprovada por 92,88% do capital social e votante ali representado.

Ou seja, LAH exerceria o que se chama de “controle minoritário” ou “controle relativo”, a despeito dos debates existentes sobre a propriedade do uso dessas expressões, situação favorecida nos casos em que uma companhia não tem um único acionista, ou mesmo um bloco de controle, titular de mais da metade do seu capital votante (50% mais uma ação), como se observa na BHG S.A. – Brazil Hospitality Group.

Nesse sentido, a quantidade de ações em circulação atualmente seria de 42.810.453 (aproximadamente 68,08% do capital social da Companhia), enquanto administradores e pessoas vinculadas à LAH representam cerca de 0,91%, e o restante, de cerca de 1,50% das ações, se encontram em tesouraria.

A Ofertante, por sua vez, é uma sociedade de propósito específico, cujo capital social é totalmente de titularidade, direta e indiretamente, de LAH, e atualmente não possui qualquer participação na Companhia.

Então, como se verá nas Seções abaixo, o ponto a ser tratado no presente Memorando diz respeito à possibilidade ou não de a OPA para cancelamento de registro da Companhia ser realizada por LAH, tendo como veículo a Ofertante, uma vez que, embora LAH se autodenomine controladora, sua participação na Companhia é de 29,51% (não superior a 50%).

I. Características da OPA.

1.1 De acordo com a lista de acionistas apresentada pela Ofertante, em 08/09/2014, a OPA é destinada a cerca de 600 acionistas, titulares de 42.810.453 ações ordinárias.

1.2 Conforme consta da última minuta de instrumento de OPA (“Edital”), protocolada na CVM em 18/03/2015, o preço ofertado é de R\$ 19,00 por ação objeto, totalizando aproximadamente R\$ 813,4 milhões, se todos os acionistas destinatários alienarem suas participações.

1.3 A JHL Capital Group LLC, titular de 13.793.400 ações em circulação de emissão da Companhia (aproximadamente 21,94% de seu capital social e 32,22% das ações em circulação), confirmou expressamente o seu comprometimento em alienar sua participação na OPA, a depender das seguintes condições cumulativamente, quais sejam: (i) que a CVM conceda o registro da OPA, nos termos propostos, em até três dias após 24/03/2015, se for o caso; (ii) que o Edital da OPA seja publicado em vinte e quatro horas após a concessão do registro da OPA pela CVM; (iii) que o Leilão da OPA ocorra dentro de 31 dias contados da publicação do Edital; e (iv) que a liquidação da OPA ocorra em 3 dias úteis contados do Leilão da OPA, cabendo ressaltar que as condições mencionadas nos itens (iii) e (iv) já são previstas na última minuta de Edital protocolada em 18/03/2015.

1.4 Tal comprometimento consta do item 1.7 da última minuta do Edital (protocolada em 18/03/2015), nos seguintes termos:

"1.7. Comprometimento da JHL: Em 7 de agosto de 2014, a JHL Capital Group LLC (“JHL”), que atualmente detém 13.793.400 Ações em Circulação de emissão da Companhia, representando aproximadamente 21,94% do capital social da Companhia, confirmou expressamente o seu comprometimento em apoiar a OPA, inclusive mediante a alienação, através da OPA, da totalidade das Ações em Circulação de emissão da Companhia por ela detidas na data do leilão da Oferta, ao preço não inferior a R\$19,00 (dezenove reais) por ação (“Comprometimento da JHL”). O Comprometimento da JHL foi reiterado pela JHL em 11 de setembro de 2014, conforme comunicado ao mercado divulgado pela Companhia em 12 de setembro de 2014. Em 18 de março de 2015, a JHL renovou o Comprometimento JHL, condicionado à ocorrência do Leilão dentro de 31 dias contados da publicação do Edital, sendo certo que a data prevista para o Leilão, qual seja, [●], respeita esta condição. Contudo, caso haja adiamento da data do Leilão, inclusive em razão de renúncia de condição pelo Ofertante nos termos dos itens 3.6 e 3.7 deste Edital, o

Comprometimento da JHL perderá a sua validade, ficando a critério da JHL aderir ou não à OPA. A JHL não é pessoa vinculada à Companhia ou ao Ofertante, e não pertence ao mesmo grupo econômico do Ofertante."

1.5 O preço ofertado, de R\$ 19,00 por ação objeto, é considerado "preço justo" pelo Ofertante, na forma estabelecida no inciso I do art. 16 da Instrução CVM 361, pelo critério do valor econômico, com base na metodologia do fluxo de caixa descontado, conforme consta do Laudo de Avaliação elaborado pela NM Rothschild & Sons (Brasil) Ltda.

1.6 O Laudo de Avaliação da Companhia, por sua vez, empregou as seguintes metodologias, em atendimento ao item XII do Anexo III da Instrução CVM 361: (i) valor patrimonial por ação, resultando no valor de R\$ 17,38 por ação, com base em 30/06/2014; (ii) preço médio ponderado das ações da Companhia nas negociações realizadas na BM&FBovespa nos 12 meses imediatamente anteriores à publicação do Fato Relevante que divulgou a intenção de se realizar a presente oferta, resultando no valor de R\$ 13,85; (iii) valor econômico com base em múltiplos de mercado, resultando em valores entre R\$ 17,34 e R\$ 19,11; e (iv) valor econômico calculado com base no fluxo de caixa descontado, resultando em intervalo de R\$ 17,92 a R\$ 19,80 por ação.

1.7 Cabe destacar que NM Rothschild & Sons (Brasil) Ltda. (avaliador da Companhia para a OPA em tela) foi escolhido pela unanimidade dos acionistas considerados titulares de ações em circulação presentes em Assembleia Geral, datada de 04/09/2014 e convocada para esse fim específico, mediante apresentação de lista tríplice pelo Conselho de Administração, em observação ao que preceituam o item 10.1.1 do Regulamento do Novo Mercado e o § 1º do art. 45 do Estatuto Social da Companhia.

1.8 Ademais, nos termos da Ata daquela Assembleia Geral datada de 04/09/2014 (fls. 896 a 898), tais acionistas considerados titulares de ações em circulação representaram mais de 20% do capital social e votante da Companhia, quais sejam: (i) Harpia Fundo de Investimento de Ações Investimento no Exterior; (ii) Ocram FIA Investimento no Exterior; (iii) Tropic Value Master FIA; (iv) PHT FIA Investimento no Exterior; (v) Tecoma LLC; (vi) Opera Valor Fundo de Investimento em Ações; (vii) Advance Brazil Leblon Equities Fund; (viii) Ataulfo LLC; (ix) Leblon Ações Institucional Master FI em Ações; (x) Leblon Ações Master Fundo de Investimento de Ações; (xi) Leblon Equities Hedge Master FIA; (xii) Leblon Previdência Fundo de Investimento Multimercado; (xiii) Posto 12 LLC; (xiv) International Finance Corporation; (xv) Fundo Fator Sinergia IV FIA; (xvi) Public Employees Retirement System of Ohio; (xvii) Alpine Cyclical Advantage Property Fund; (xviii) Alpine Emerging Markets Real Estate Fund; (xix) Alpine Global Premier Properties Fund; (xx) Alpine International Real Estate Equity Fund; (xxi) Caisse de Depot et Placement Du Quebec; (xxii) Emerging Markets Small Capitalization Equity Index Fund; (xxiii) Emerging Markets Small Capitalization Equity Index Non-Lendable Fund; (xxiv) Emerging Markets Small Capitalization Equity Index Non-Lendable Fund B; (xxv) Ishares Msci Brazil Small Cap Etf; (xxvi) State Of Oregon; (xxvii) State Street Bank And Trust Company Investment Funds For Tax Exempt Retirement Plans; (xxviii) Teacher Retirement System of Texas; (xxix) CFDV Acwi Ex-U.S. Imi Fund; (xxx) Florida Retirement System Trust Fund; (xxxi) Mellon Bank N.A Employee Benefit Collective Investment Fund Plan; (xxxii) Advanced Series Trust-Ast Goldman Sachs Multi-Asset Portfolio; (xxxiii) IBM Diversified Global Equity Fund; e (xxxiv) Utah State Retirement Systems; (xxxv) Marcio Botana Moraes; (xxxvi) José Romeu Ferraz Neto; e (xxxvii) Joaquim Romeu Espinheira Teixeira Ferraz.

1.9 Como se observa, a acionista JHL Capital Group LLC, com participação de aproximadamente 21,94% do capital social da Companhia em circulação, e que confirmou expressamente o seu comprometimento em alienar tal participação na OPA, observadas as condições mencionadas nos parágrafos 1.3 e 1.4 acima, não consta da lista dos presentes à Assembleia datada de 04/09/2014.

1.10 Posteriormente, em 19/09/2014, acionistas representantes de 73,05% do capital social e votante da Companhia reuniram-se em Assembleia Geral (Ata às fls. 899 a 901) para deliberaram pelo seu cancelamento do registro, mediante a realização da presente OPA, embora tal ato societário não seja exigido por lei, norma, estatuto social ou regulamento do Novo Mercado para o caso de OPA para cancelamento de registro realizada pelo acionista controlador.

1.11 Naquela oportunidade, acionistas representantes de 92,88% do capital social e votante presentes na Assembleia Geral (67,80% do capital social e votante da Companhia) aprovaram a operação ora em análise, não havendo na Ata da referida Assembleia registro de voto de protesto por parte de qualquer acionista.

1.12 A OPA para cancelamento de registro da Companhia está sujeita a algumas condições, cujo implemento não depende de atuação direta ou indireta da Ofertante ou de pessoas a ela vinculadas, em observação ao que preceitua o inciso VIII do art. 4º da Instrução CVM 361.

1.13 Dentre tais condições, destacamos que “a consumação da OPA está condicionada à aquisição de ações de emissão da Companhia representando pelo menos 72,5% das ações em circulação”, nos termos do item 2.2 da minuta do instrumento de OPA (“Edital”).

1.14 Sobre esse ponto, cabe ressaltarmos que as redações constantes do Edital deixam claro que o critério para a contabilização do quórum de sucesso na OPA para cancelamento de registro da Companhia é aquele previsto no inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361, abaixo destacado:

"Art. 16. O cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários somente será deferido pela CVM caso seja precedido de uma OPA para cancelamento de registro, formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia aberta, e tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia objeto, observando-se os seguintes requisitos:

[....]

II – acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro, considerando-se ações em circulação, para este só efeito, apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA, na forma do art. 22."

1.15 Logo, a condição mencionada acima (a de aquisição de pelo menos 72,5% das ações em circulação da Companhia) será um procedimento a mais a ser observado pela Ofertante, a fim de consumir a realização da OPA.

1.16 Outra condição que entendemos merecer destaque decorre do art. 40 do Estatuto Social da Companhia, que prevê a necessidade de realização de OPA por parte de “qualquer investidor que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia em quantidade igual ou superior a 35%”, nos seguintes termos:

"**Artigo 40** - Qualquer Investidor que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia em quantidade igual ou superior a 35% (trinta e cinco por cento) do total de ações de emissão da Companhia deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 35% (trinta e cinco por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, notadamente a Instrução CVM nº. 361, de 5 de março de 2002 e alterações posteriores, os regulamentos da BM&FBOVESPA e os termos deste Artigo, sendo que na hipótese de oferta pública de aquisição de ações sujeita a registro, o prazo de 60 (sessenta) dias referido acima será considerado cumprido se neste período for solicitado tal registro."

1.17 Tendo em vista a redação constante do dispositivo estatutário supramencionado, LAH prevê a convocação de Assembleia Geral para deliberar pela alteração do Estatuto Social da Companhia, de modo a ficar claro que tal dispositivo não se aplicaria ao caso de realização de OPA para cancelamento de registro.

1.18 Para tanto, a proposta será a alteração da redação constante de outro dispositivo do Estatuto Social da Companhia, qual seja, o seu art. 41, que, atualmente, trata do preço mínimo a ser praticado em OPA para cancelamento de registro da Companhia, nos seguintes termos:

"**Artigo 41** - Na oferta pública de aquisição de ações a ser realizada pelo Acionista Controlador ou pela Companhia para o cancelamento do registro de companhia aberta da Companhia, o preço mínimo a ser ofertado deverá corresponder ao Valor Econômico apurado em laudo de avaliação, referido no Artigo 45 deste Estatuto Social, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis."

1.19 Tal Assembleia Geral se realizaria no período compreendido entre a publicação do Edital da OPA e dois dias úteis anteriores à realização do seu leilão.

1.20 Nesse sentido, o referido dispositivo estatutário passaria a ter nova redação, restando claro que o disposto no art. 40 do Estatuto Social da Companhia não se aplicaria na hipótese de realização de OPA para cancelamento de seu registro, como no presente caso, passando a vigorar nos seguintes termos:

"**Artigo 41** - Na oferta pública de aquisição de ações a ser realizada pelo Acionista Controlador ou pela Companhia para o cancelamento do registro de companhia aberta da

Companhia, o preço mínimo a ser ofertado deverá corresponder ao Valor Econômico apurado em laudo de avaliação, referido no Artigo 45 deste Estatuto Social, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis, não se aplicando, nesse caso, o disposto no artigo 40 deste Estatuto Social." (grifo nosso – apontamento da proposta de alteração)

1.21 Cabe destacar, ainda, que as condições para a realização da presente OPA, cujo implemento não depende de atuação direta ou indireta da Ofertante ou de pessoas a ela vinculadas, poderão ser renunciadas pela Ofertante, até o último dia antes do leilão, caso em que observará as regras previstas no inciso I do § 3º do art. 5º da Instrução CVM 361, abaixo destacado, e dará aos destinatários da OPA a possibilidade de revogarem suas manifestações anteriores:

"Art. 5º Após a publicação do instrumento de OPA, nos termos do art. 11, sua modificação ou revogação será admitida:

[...]

§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;

[...]"

1.22 A OPA para cancelamento de registro da Companhia conta, ainda, com as demais tutelas previstas na Instrução CVM 361 para essa modalidade de oferta, dentre as quais destacamos aquelas constantes do inciso I e do § 2º do art. 10 da Instrução CVM 361, abaixo destacados, respectivamente:

"Art. 10 O instrumento da OPA será firmado conjuntamente pelo ofertante e pela instituição intermediária e conerá, além dos requisitos descritos no Anexo II a esta Instrução, o seguinte:

I – declaração do ofertante, quando este for acionista controlador ou pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, de que se obriga a pagar aos titulares de ações em circulação, que aceitarem a OPA, a diferença a maior, se houver, entre o preço que estes receberem pela venda de suas ações, atualizado nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, e ajustado pelas alterações no número de ações decorrentes de bonificações, desdobramentos, grupamentos e conversões eventualmente ocorridos, e:

a) o preço por ação que seria devido, ou venha a ser devido, caso venha a se verificar, no prazo de 1 (um) ano contado da data de realização do leilão de OPA, fato que impusesse, ou venha a impor, a realização de OPA obrigatória, dentre aquelas referidas nos incisos I a III do art. 2º; e

b) o valor a que teriam direito, caso ainda fossem acionistas e dissentissem de deliberação da companhia objeto que venha a aprovar a realização de qualquer evento societário que permita o exercício do direito de recesso, quando este evento se verificar dentro do prazo de 1 (um) ano, contado da data da realização do leilão de OPA.

[...]

§2º Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, constará declaração do ofertante de que, caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos:

I – exercício da faculdade pelo acionista; ou

II – pagamento aos demais acionistas que aceitaram a OPA, no caso de OPA com pagamento a prazo."

1.23 Ademais, ressalta-se que, para fins de liquidação da OPA, Razuya Empreendimentos e Participações S.A. (a Ofertante) receberá investimentos a serem realizados por GTIS Partners LP ("GTIS"), mediante veículos de investimento controlados por GTIS.

1.24 GTIS é uma sociedade que atualmente não tem qualquer participação nem na Ofertante nem na Companhia, e que, com a realização dos investimentos supramencionados, assumirá, num primeiro momento, posição credora junto à Ofertante, por meio de seus veículos de investimento, à proporção do valor a ser pago aos acionistas que aderirem à OPA.

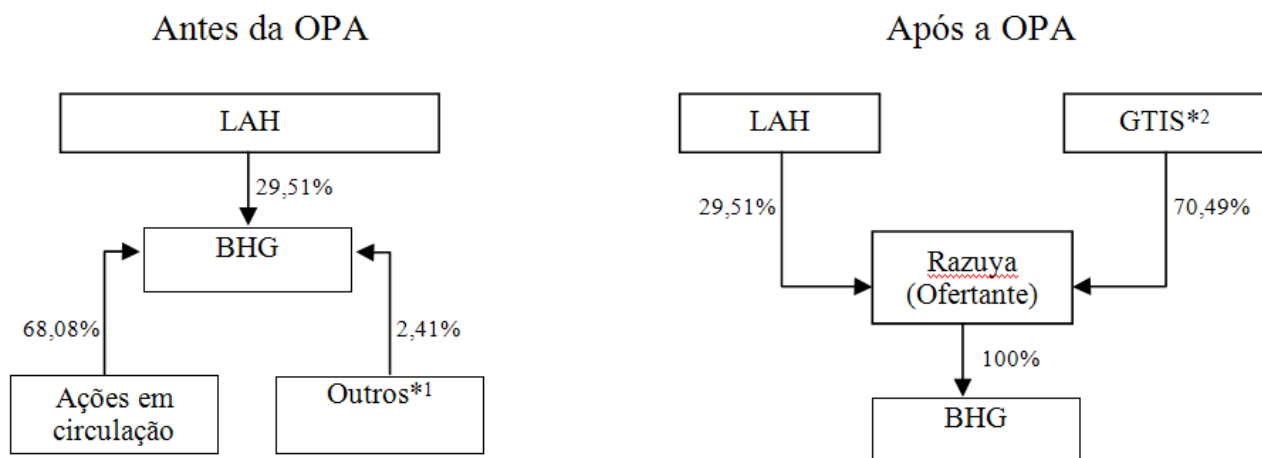
1.25 Posteriormente, a Ofertante promoverá um aumento de capital, o qual será totalmente subscrito e integralizado por LAH e pelos referidos veículos de investimento controlados por GTIS.

1.26 Do lado de LAH, tal aumento de capital será integralizado mediante a transferência das ações de emissão da Companhia de sua titularidade para a Ofertante.

1.27 á por parte dos veículos de investimento controlados por GTIS, tal aumento de capital será integralizado mediante a conversão de sua posição credora, de modo que GTIS passará a ter participação indireta na Ofertante, por intermédio dos referidos veículos de investimento.

1.28 Dessa forma, GTIS e LAH compartilhariam o controle de Razuya Empreendimentos e Participações S.A. (a Ofertante), mediante Acordo de Acionistas, independentemente das proporções de suas participações, após a conclusão da OPA, se for o caso (pois a OPA está sujeita a algumas condições).

1.29 De forma ilustrativa, indicamos abaixo a composição societária da Companhia antes e depois da referida OPA, caso sejam adquiridas todas as ações em circulação:



*1 Administradores e Ações em tesouraria

*2 A participação de GTIS será indireta mediante veículos de investimento

1.30 Entretanto, como é sabido, da presente OPA podem resultar aquisições de ações em circulação, pela Ofertante, em percentuais inferiores a 100%, possibilitando, ao final das operações mencionadas (a OPA e o referido aumento de capital), diferentes participações societárias de LAH e GTIS na Ofertante e, conseqüentemente, de forma indireta, na Companhia.

1.31 A título de exercício, supondo que a adesão à OPA da Companhia alcance o patamar mínimo de 72,5% de suas ações em circulação, a participação de LAH e GTIS na Ofertante ficaria, respectivamente, em 37,94% e 62,06%, com o restante em titularidade de acionistas minoritários remanescentes.

1.32 Não obstante, reiteramos que, independentemente das participações que LAH e GTIS venham a ter na Ofertante, ao final das referidas operações, o controle da mesma e conseqüentemente da Companhia será compartilhado mediante Acordo de Acionistas.

II. Alegações da Ofertante

2.1 Com vistas ao sucesso de seu pleito, a Ofertante apresenta a alegação abaixo reproduzida, com seus grifos e ênfases originais:

"Dúvidas não há de que a Latin America é controladora da Companhia, como se demonstrará abaixo, e, nessa qualidade, é parte legítima para ser ofertante da correspondente OPA para cancelamento de registro da Companhia.

Isso porque, como se sabe, a Lei das S.A., admite, na definição do art. 116 (reproduzida no artigo 3º, IV, da Instrução CVM 361), tanto o controle majoritário quanto o controle minoritário, ao aliar o requisito de deter participação acionária ao de efetivamente usar essa participação para preponderar nas assembleias e dirigir as atividades sociais, elegendo a maioria dos membros do Conselho de Administração.

O fato de inexistir, na definição legal de acionista controlador, um percentual mínimo de participação acionária para caracterizar controle demonstra claramente a circunstância de que a Lei privilegiou e identificou como controlador aquele que dirige as atividades sociais, ainda que essa pessoa não detenha a maioria do capital votante emitido. O Prof. Nelson Eizirik resumiu bem essa circunstância:

"A lei societária reconhece no acionista controlador o verdadeiro dirigente dos negócios sociais, ou seja, aquele que manifesta a vontade prevalente nas votações das assembleias gerais e na eleição dos administradores da companhia. É controlador quem, de fato, determina a condução das atividades da sociedade.

[...]

O fato de o artigo 116 não exigir um percentual mínimo de ações para permitir a identificação do acionista controlador, bem como subordiná-la ao efetivo exercício do poder de dominação, evidencia que a Lei das S.A. admitiu implicitamente a existência de controle minoritário". (Nelson Eizirik, "Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública, *in* Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais. Quartier Latin, 2010, p. 180)

Recentemente, a Diretora Ana Novaes registrou que não só os próprios autores da Lei das S.A. reconhecem o controle minoritário, como o próprio Colegiado já o reconheceu:

os próprios autores da lei parecem reconhecê-lo: "Para a lei é acionista controlador tanto o titular da maioria de votos quanto o que exerce, regular e permanentemente, direitos de voto suficientes para formar a maioria dos acionistas presentes nas Assembleias." Este Colegiado já entendeu possível a caracterização do controle minoritário para fins da definição do art. 116 da Lei 6.404/76. (Processo Administrativo nº RJ2009/13346)

A Instrução CVM 361/02, por sua vez, não inovou na definição de controle, tampouco fez restrições não previstas na lei que devessem ser aplicadas especificamente no caso de OPA. Ao contrário, a referida Instrução praticamente reproduziu os termos do art. 116 da Lei das S.A., somente acrescentando expressamente "fundo ou universalidade de direitos" como sujeito, como se vê abaixo:

IV – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

- a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O Regulamento do Novo Mercado, segmento onde as ações de emissão da Companhia encontram-se listadas, foi expresso no sentido de prever que o controle é aquele exercido para dirigir a companhia, independentemente da participação acionária detida, sendo presumido o controle em relação àquele que tenha preponderado nas três últimas assembleias da Companhia.

Mais ainda, esse mesmo Regulamento, ao se referir à OPA para cancelamento de registro prevista na Instrução 361/02, é expresso no sentido de que o controlador (aí incluído expressamente o controlador

minoritário definido no próprio regulamento) é parte legítima para decidir e promover o cancelamento de registro da respectiva companhia aberta (assim como o é pela própria Instrução CVM 361/02). É o que se vê com muita facilidade das definições de Acionista Controlador, Poder de Controle e do artigo 10.2 do Regulamento, que trata especificamente da OPA para cancelamento de registro de companhia:

‘*Acionista Controlador*’ significa o(s) acionista(s) ou o Grupo de Acionistas que exerça(m) o Poder de Controle da Companhia.

[....]

‘*Poder de Controle*’ significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.

[....]

10.2 Oferta Pública. Na oferta pública de aquisição de ações, a ser feita pelo Acionista Controlador ou pela Companhia, para o cancelamento do registro de companhia aberta, o preço mínimo a ser ofertado deverá corresponder ao Valor Econômico apurado no laudo de avaliação de que trata o item 10.1 deste Regulamento de Listagem.

Portanto, a própria BM&FBovespa, ao admitir que o controlador (aí expressamente incluído o controlador minoritário) pode promover a OPA de cancelamento de registro de companhia, reconhece a legitimidade da Latin America, questionada no ofício.

A mesma interpretação pode ser extraída da própria Lei das S.A. e da Instrução CVM 361/02: afinal, se, como visto, claramente a definição do art. 116 e da Instrução CVM 361/02 (que repete a Lei) admite tanto o controlador majoritário quanto o minoritário, naturalmente que sempre que a Lei e a Instrução se referem a acionista controlador sem trazer qualquer definição específica, aplica-se a definição do art. 116 da Lei das S.A. e do art. 3, IV da Instrução CVM 361/02. Em outras palavras, quando o art. 4º, §4º da Lei das S.A. e o art. 16 da Instrução CVM 361/02 estabelecem que o acionista controlador pode promover o cancelamento de registro da companhia, valem-se, portanto, das respectivas definições de controlador previstas no art. 116 da Lei das S.A. e art. 3, IV da Instrução CVM 361/02 (que não inovam entre si) e, nessa medida, admitem tanto o controlador minoritário quanto o majoritário como partes legítimas a promover o cancelamento de registro.

Deve-se considerar, ainda, o fato de que a Latin America sempre prevaleceu nas assembleias (a título exemplificativo, destaca-se a preponderância nas últimas 3 AGOs da Companhia) e indicou a maioria da administração, tendo por isso sido constantemente identificada como controladora da Companhia, não só em seus fatos relevantes, como em seu Formulário de Referência e demais documentos da Companhia. Adicionalmente, a Latin America aderiu ao regulamento do Novo Mercado na qualidade de controladora, tal qual exigido pela BM&FBovespa no respectivo Regulamento, e vem cumprindo com todas as obrigações legais e regulatórias daí decorrentes.

Seria no mínimo incoerente reconhecer, por tantos anos, a condição de controladora da Latin America, com todos os ônus e obrigações daí decorrentes, e pontualmente desconsiderar essa condição para declarar a impossibilidade de a Latin America promover a OPA de cancelamento de registro. Sendo ela controladora para todos os fins, não há como não o ser inclusive para lançar a OPA de cancelamento de registro (como reconhece expressamente, repita-se, a própria BM&FBovespa).

De outra parte, não se desconhecem as discussões doutrinárias acerca da admissibilidade do controle minoritário para fins da OPA por alienação de controle prevista no art. 254-A da Lei das S.A., principalmente pela dificuldade de se concluir que o controle minoritário seria permanente. Tais discussões, porém, não se aplicam no caso da OPA de cancelamento, pois a questão de o controle ser ou não permanente é indiferente no caso do cancelamento de registro. Afinal, como visto, o art. 4º, §4º da Lei das S.A. e o 16 da Instrução CVM 361/02 claramente se referem ao conceito de controlador expresso no art. 116 (repetido no art. 3º, IV da Instrução CVM 361/02) que admite a existência de controlador minoritário e majoritário, sendo indiferente para estes fins a discussão travada em relação

ao art. 254-A admitir a alienação do poder de controle que não preencha plenamente o requisito de ser exercido de modo permanente.

Enquanto o art. 4º, §4º da Lei das S.A. e o art. 16 da Instrução CVM 361/02 se referem especificamente a acionista controlador (como uma das partes legitimadas a promover o cancelamento de registro), o art. 254-A se refere à alienação do poder de controle, poder esse que não tem definição específica na Lei, mas decorre da definição de acionista controlador prevista no art. 116 da Lei das S.A., repetida no art. 3º, IV da Instrução CVM 361/02.

Por isso, deve-se reconhecer que a OPA de cancelamento de registro possui fundamentos inteiramente distintos da OPA por alienação de controle, e que a Lei das S.A., em seu art. 116 foi absolutamente clara ao admitir tanto o acionista controlador minoritário quanto o majoritário (repetido, como visto, no art. 3º, IV da Instrução CVM 361/02), de modo que quando a Lei das S.A. e a Instrução CVM 361/02 se referem ao acionista controlador, necessariamente incluem o acionista controlador minoritário admitido na própria definição de acionista controlador.

Em suma e por todo o resumidamente exposto, a Latin America é, desde 2009, controladora da Companhia, sendo inevitável concluir pela possibilidade de ela conduzir a OPA de cancelamento de registro pretendida. Reitera-se que não só os próprios termos da Lei da S.A. e da Instrução CVM 361/02 já autorizam essa conclusão (ao não diferenciar controle majoritário e minoritário), como o próprio Regulamento do Novo Mercado prevê esta hipótese, referindo-se expressamente ao controle minoritário e dispondo que esse controlador pode fazer a OPA de cancelamento de registro de Companhia aberta."

III. Nossas Considerações

3.1 Conforme previamente mencionado, o ponto a ser tratado no presente Memorando diz respeito à possibilidade ou não de a OPA para cancelamento de registro da Companhia ser realizada por LAH, tendo como veículo a Ofertante, uma vez que, embora LAH se autodenomine controladora, sua participação na Companhia é de 29,51% (não superior a 50%).

3.2 Isso porque essa modalidade de oferta é prevista pela LSA como requisito para o cancelamento de registro de companhia aberta para negociação de ações de sua emissão no mercado, e deve ser realizada exclusivamente pelo acionista controlador ou pela própria companhia objeto, conforme se depreende do disposto no § 4º do art. 4º da LSA, abaixo destacado:

"Art.4º, § 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A." (grifos nossos)

3.3 Em linha com o dispositivo legal supramencionado, o art. 16 da Instrução CVM 361 prevê:

"Art. 16. O cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários somente será deferido pela CVM caso seja precedido de uma OPA para cancelamento de registro, formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia aberta, e tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia objeto [...]"

3.4 Ademais, cabe ressaltar que a CVM ainda não enfrentou um caso de OPA para cancelamento de registro formulada por acionista que não detenha participação superior a 50% do capital votante da companhia objeto.

3.5 Nosso trabalho, então, será verificar se LAH, embora com a participação de 29,51% no capital total e votante da Companhia, caracteriza-se de fato como sua "controladora minoritária" (ou "relativa") especificamente para fins de realização dessa modalidade de oferta (a OPA para cancelamento de registro).

3.6 Para tanto, destacamos a definição de controlador (ou controladora) encontrada em dois dispositivos da LSA, quais sejam, o art. 116 e o § 2º do art. 243 da referida Lei.

3.7 Pelo art. 116 da LSA, define-se acionista controlador para efeito de atribuição de seus deveres e responsabilidades.

3.8 Já pelo § 2º do art. 243 da LSA, a inferência de sociedade controladora decorre da explícita definição de sociedade controlada, para fins de prestação de informações no Relatório da Administração da sociedade controladora.

3.9 Seguem as redações constantes do referidos dispositivos legais, respectivamente:

Art. 116 (LSA). Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

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

Art. 243 (LSA). O relatório anual da administração deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício.

[...]

§ 2º Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores."

3.10 Há que se destacar, ainda, a definição de acionista controlador constante do art. 3º da Instrução CVM 361, nos seguintes termos:

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

[...]

IV – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia."

3.11 A definição de acionista controlador constante da norma supramencionada reflete a redação encontrada no art. 116 da LSA, e será com base nesses dispositivos (o art. 116 da LSA e o art. 3º, IV, da Instrução CVM 361) que seguiremos nossa análise do presente caso.

3.12 Como se observa, em ambos os dispositivos a definição de acionista controlador de uma companhia não depende de que o mesmo seja titular de um percentual mínimo de ações com direito de voto, como 50% mais uma ação, por exemplo, situação em que tal companhia teria o chamado "controle majoritário" (ou ainda "controle totalitário", caso o acionista controlador fosse titular de 100% do capital votante).

3.13 Por esse motivo, alguns autores, ao discorrerem sobre o tema, reconhecem a possibilidade do chamado

“controle minoritário” ou “controle relativo”, caso em que um acionista, a despeito de não ser titular de percentual superior a 50% do capital votante de uma companhia, “a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”, conforme preveem os dispositivos legal e normativo já destacados acima.

3.14 Alguns Diretores que já passaram por esta Autarquia também reconhecem a possibilidade do chamado “controle minoritário” ou “controle relativo”, conforme se verifica de suas manifestações de voto em precedentes do Colegiado da CVM, nos quais o art. 116 da LSA tenha sido objeto de discussão, ainda que para fins distintos do presente caso.

3.15 A Ofertante bem exemplificou esse reconhecimento em suas alegações, citando passagens de Nelson Eizirik e de Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, nos seguintes termos:

"O Prof. Nelson Eizirik resumiu bem essa circunstância:

"A lei societária reconhece no acionista controlador o verdadeiro dirigente dos negócios sociais, ou seja, aquele que manifesta a vontade prevalente nas votações das assembleias gerais e na eleição dos administradores da companhia. É controlador quem, de fato, determina a condução das atividades da sociedade.

[...]

O fato de o artigo 116 não exigir um percentual mínimo de ações para permitir a identificação do acionista controlador, bem como subordiná-la ao efetivo exercício do poder de dominação, evidencia que a Lei das S.A. admitiu implicitamente a existência de controle minoritário”. (Nelson Eizirik, “Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública, *in* Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais. Quartier Latin, 2010, p. 180)

Recentemente, a Diretora Ana Novaes registrou que não só os próprios autores da Lei das S.A. reconhecem o controle minoritário, como o próprio colegiado já o reconheceu:

"os próprios autores da lei parecem reconhecê-lo: "Para a lei é acionista controlador tanto o titular da maioria de votos quanto o que exerce, regular e permanentemente, direitos de voto suficientes para formar a maioria dos acionistas presentes nas Assembleias." Este Colegiado já entendeu possível a caracterização do controle minoritário para fins da definição do art. 116 da Lei 6.404/76. (Processo Administrativo nº RJ2009/13346) ""

3.16 O voto da então Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes mencionado acima deu-se no âmbito do “Recurso contra decisão da SRE - Oferta Pública de Aquisição de Ações por Alienação de Controle - Amber Latam Opportunities, LLC e Castlerigg South American Investments, LLC”, em decisão do Colegiado da CVM datada de 17/12/2013 (Processo CVM RJ-2009-13346).

3.17 Trazendo um trecho maior do referido voto, observa-se que seu entendimento sobre a possibilidade da caracterização de “controle minoritário” ou “controle relativo” contou com reflexões sobre escritos de autores que versam sobre o tema, conforme se verifica:

"[...]

I. Poder de controle e Bloco de Controle

4. Definir o poder de controle não é tarefa fácil, pela própria natureza fluida do fenômeno do controle de uma companhia. É um dos temas mais debatidos e fascinantes do direito societário. Segundo Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, "poder de controle é o poder supremo da estrutura hierárquica da companhia exercido pelo acionista controlador – titular da maioria pré-constituída dos votos na Assembleia Geral." Os autores esclarecem que poder "denota a capacidade de um agente de intencionalmente fazer algo ou produzir um resultado" e que controlar significa "governar, dirigir ou pilotar, o que explica a designação do poder exercido pelo acionista controlador."

5. Assim, podemos dizer que deter o controle ou ser controlador significa comandar a companhia por meio da preponderância nas votações em assembleia geral. Nas palavras de Fábio Konder Comparato, "quando se fala em controle no sentido de dominação, na sociedade anônima, alude-se a um poder que

transcende as prerrogativas legais da própria assembleia. Daí por que uma certa doutrina o aproxima, com razão, da noção de soberania." Continua o autor, explicando que "[o] controle manifesta-se através dos poderes decisórios da assembleia de acionistas, como necessária legitimação do seu exercício. Mas essa legitimação é meramente formal ou procedimental."

6. Nesta linha, a Lei 6.404/76 trouxe pela primeira vez no ordenamento brasileiro uma definição legal de acionista controlador em seu art. 116:

art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: (a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

7. Dos requisitos do artigo acima, o que tem dado ensejo a mais discussões de interpretação é o que seria "de modo permanente". Quando o controle é absoluto ou majoritário, isto é, o controlador detém metade mais um dos votos conferidos pelas ações da companhia, há a garantia *a priori* de sua preponderância na assembleia geral e a sua identificação não causa grandes problemas. O mesmo não se pode dizer do controle dito relativo ou minoritário, quando o acionista (ou grupo de acionista) detém número de votos menor que metade mais um do total dos votos, mas o número é suficiente para que o acionista garanta a maioria dos votos dos acionistas presentes em assembleia.

8. O controle relativo é situação típica de companhias com capital pulverizado, que reapareceram no Brasil após a criação do segmento diferenciado de listagem do Novo Mercado da BMF&Bovespa. Alguns doutrinadores entendem que o controle relativo não se encaixa no conceito legal de acionista controlador por ser, por sua natureza, não permanente.

9. Entretanto, os próprios autores da lei parecem reconhecê-lo: "Para a lei é acionista controlador tanto o titular da maioria de votos quanto o que exerce, regular e permanentemente, direitos de voto suficientes para formar a maioria dos acionistas presentes nas Assembleias." Este Colegiado já entendeu possível a caracterização do controle minoritário para fins da definição do art. 116 da Lei 6.404/76.

[...]"

3.18 Outros exemplos de reconhecimento da possibilidade de existência de "controle minoritário" por parte de ex-Diretores da CVM podem ser vistos ainda nas seguintes passagens de manifestações de voto do ex-Diretor Eliseu Martins (Relator) e do ex-Diretor Otávio Yasbek, ambas no âmbito do "Recurso contra decisão da SRE – OPA de TIM Participações S.A.", em decisão do Colegiado da CVM datada de 15/07/2009 (Processo CVM RJ-2009-1956):

- Voto do ex-Diretor Eliseu Martins (Relator):

"VOTO

Lei aplicável para definição do controle

[...]

A Olimpia controlava indiretamente a Tim Participações?

Com base no art. 116, "a", temos que, para a caracterização do poder de controle, o acionista ou o grupo de acionistas deve, de modo permanente, ter a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e poder eleger a maioria dos administradores da companhia.

[...]

No Precedente CBD [Processo CVM RJ-2005-4069 – decisão datada de 11/04/2006], o Diretor-relator menciona que, a seu ver, para que o requisito de permanência no poder seja atendido, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que o acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar, o que apenas ocorre se o acionista tiver 50% mais uma das ações com direito a voto. De acordo com essa interpretação, o controle de fato não acarretaria a obrigatoriedade de realização de OPA.

Essa interpretação, a meu ver, não merece prosperar. A lei, se quisesse se referir apenas ao controle majoritário, poderia tê-lo feito expressamente ou mesmo se referido à "maioria absoluta" do capital

votante da companhia, e não à "maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral". Nesse sentido, Fábio Konder Comparato, ao analisar o art. 116, menciona que "a fórmula legal abrange o chamado controle minoritário, dado que não se exige a detenção da maioria do capital votante".

A expressão "de modo permanente" parece indicar a necessidade de continuidade ou ininterruptão para a caracterização do controle, mas a lei não determina um prazo mínimo de permanência. Fábio Konder Comparato menciona que "a preponderância permanente nas deliberações opõe-se à meramente eventual, isto é, a que depende de fato incerto, para existir", e admite que essa permanência pode ser questionada nas hipóteses de controle minoritário. Acrescenta o autor que "preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos".

Na visão do autor, portanto, "de modo permanente" significa que a preponderância nas deliberações sociais depende apenas da vontade do suposto controlador, e não de acontecimentos casuais, imprevistos, que independam da ação do suposto controlador.

É claro que essa preponderância, no extremo, apenas é garantida nos casos de controle majoritário, pois nesses casos há impossibilidade fática de o controlador encontrar resistência à sua vontade nas assembleias. Mas essa visão extrema não me parece a melhor interpretação do art. 116 e visivelmente esse também não é o entendimento do Prof. Comparato, já que ele admite que o art. 116 engloba o controle minoritário.

Nos casos de alta dispersão acionária e forte absenteísmo, existe uma justa expectativa de que um acionista que tenha menos de 50% mais uma das ações representativas do capital votante da companhia consiga fazer valer sua vontade nas assembleias gerais. Nesse sentido, dadas as circunstâncias do caso concreto e analisando-se o histórico das assembleias da companhia, há forte probabilidade de que o acionista faça valer sua vontade.

[...]"

- Voto do ex-Diretor Otávio Yasbek:

"[....]

2. Da definição de poder de controle na legislação acionária – arts. 116 e 254-A – e da possibilidade de controle minoritário

O segundo ponto que me parece essencial tratar diz respeito à definição de poder de controle a ser adotada. Filio-me, ainda que parcialmente, à posição sustentada, nos autos, por parecer da lavra de Nelson Laks Eizirik, de que há que se diferenciar, ao menos *ab initio*, aquilo que dispõe o art. 116 do regime criado pelo art. 254-A da Lei n. 6.404/46.

Tal posição, frise-se, já foi adotada em outros casos pelo Colegiado da CVM – refiro-me, em especial, ao Proc. N. RJ 2005/4069 (em que se seguiu o voto do Diretor Relator, Pedro Marcílio de Oliva Dutra) e ao Proc. RJ N. 2008/4156 (em que a maioria acompanhou o voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto).

Com efeito, ao definir acionista controlador como a pessoa ou grupo de pessoas que "*é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia*" (alínea "a") e que "*usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia*" (alínea "b"), o art. 116 da lei acionária dá uma definição eminentemente instrumental, destinada a (i) definir um conteúdo mínimo de obrigações para tal pessoa ou grupo de pessoas (o que se faz, em especial, no parágrafo único do mesmo artigo) e (ii) estabelecer um conjunto de responsabilidades para estes (em especial no art. 117).

Essa instrumentalidade fica evidente quando a própria Exposição Justificativa do Projeto de Lei que deu origem à Lei n. 6.404/76 esclarece que "*O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa – os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da*

comunidade em que atua"

Em suma, ao definir acionista controlador, o art. 116 da Lei das S.A. criou, fundamentalmente, um centro de imputação de direitos e deveres, permitindo a responsabilização daquele que abusa de sua posição dominante. Para fazê-lo com maior eficiência – e como desde sempre vem reconhecendo a doutrina – a lei adotou uma definição suficientemente ampla de acionista controlador, a fim de abranger não apenas os controles totalitário e majoritário, mas também o controle minoritário.

[...]

Naturalmente, em diversos casos o art. 116 pode servir de suporte para a aplicação do regime criado pelo art. 254-A. Porém, entendo que a sua adoção pura e simples tende a gerar significativas distorções. Isso porque a definição contida naquele primeiro artigo, justamente por se destinar a uma finalidade própria, tem uma abrangência que talvez seja inconcebível quando se está falando de alienação de controle.

A maior parte dos possíveis questionamentos, neste ponto, diz respeito à possibilidade de alienação, para os efeitos do art. 254-A, do poder de controle minoritário ou de fato. Na verdade, tal possibilidade traria um necessário dilema lógico: como combinar a detenção de uma participação minoritária com aquela detenção, "*de modo permanente*", do poder de definir o conteúdo das deliberações sociais e de eleger a maioria dos administradores? Trata-se de um dilema – ou melhor, de uma dificuldade – recorrente quando se fala em poder de controle minoritário.

[...]"

3.19 Como se observa dos precedentes e das respectivas manifestações de voto supramencionadas, a reflexões em torno do art. 116 da LSA se deram com vista à caracterização de acionista controlador (de onde considerou a possibilidade de controle minoritário ou relativo) para outra finalidade, qual seja, a aplicação do art. 254-A da mesma Lei (a OPA por alienação de controle).

3.20 Em todas as manifestações de voto, os ex-Diretores concordaram com a possibilidade de controle minoritário, enfatizando, por outro lado, que, dos requisitos elencados no art. 116 da LSA, “o que tem dado ensejo a mais discussões de interpretação é o que seria ‘de modo permanente’”, nas palavras da ex-Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

3.21 Por certo, essas discussões em torno do que seria “de modo permanente” são menos pacíficas em análises sobre o tema da alienação de controle, como o que foi visto nos precedentes destacados acima.

3.22 Contudo, ressaltamos que, diferentemente dos referidos precedentes, o presente caso não discute uma operação de alienação de controle da Companhia, para efeito de aplicação do art. 254-A da LSA.

3.23 Ademais, entendemos que este caso apresenta um conjunto de fatores que tornam mais fácil o reconhecimento de LAH como controladora minoritária de BHG S.A. – Brazil Hospitality Group para fins de realização da OPA para cancelamento de seu registro, quais sejam:

1. Desde 2009, quando detinha participação de 45,51% do capital social e votante da Companhia, conforme consta do Formulário de Referência daquela época, LAH se autodenomina sua controladora;
2. Posteriormente, com base em informação constante do Formulário de referência de 2010, sua participação era de 50,87% no capital social e votante da Companhia;
3. Já pelas informações constantes do Formulário de Referência de 2013, após a realização de alguns aumentos de capital da Companhia, LAH passou a deter participação de 29,51% no seu capital social e votante, posição mantida até a presente data, em que continua se autodenominando controladora da Companhia, assumindo o ônus proveniente dessa posição, sem que houvesse até então a contestação de qualquer outro acionista ou grupo de acionistas, desde 2009;
4. Da mesma forma, não houve contestação de qualquer outro acionista ou grupo de acionistas quanto ao reconhecimento de LAH como controladora da Companhia, nem na Assembleia Geral que deliberou pelo seu cancelamento de registro (AGE de 19/09/2014 - fl. 899 a 901), nem na Assembleia Geral realizada para a escolha da avaliadora da Companhia (AGE de 04/09/2014 - fl. 896 a 898), mediante apresentação de lista tríplice pelo Conselho de Administração, esta última em que apenas os acionistas considerados titulares de ações em circulação votaram, em observação ao que preceituam o

- item 10.1.1 do Regulamento do Novo Mercado e o § 1º do art. 45 do Estatuto Social da Companhia;
5. O período da OPA iniciou-se em 08/08/2014, com a publicação do Fato Relevante sobre o tema, e encontra-se em análise nesta área técnica desde 08/09/2014, quando a Ofertante protocolou na CVM os primeiros documentos relativos à mesma, sem que, até o presente momento, houvesse reclamação de investidor de qualquer natureza ou ainda que nos indicasse ou fundamentasse a descaracterização de LAH como controladora minoritária da Companhia;
 6. Atualmente, dos oito membros do Conselho de Administração da Companhia, cinco foram indicados pela LAH e eleitos na AGO de 2013. Seus mandatos são válidos até a realização da AGO de 2015; e
 7. Em 02/03/2015, a BM&FBovespa nos encaminhou documento (fl. 939) comunicando, de sua parte, a aprovação da minuta do Edital da OPA e a autorização para a realização do leilão em seu sistema de negociação, fazendo-nos entender que aquela instituição reconhece LAH como controladora minoritária da Companhia e, conseqüentemente, a regularidade da OPA pretendida.

De fato, vale ressaltar que a Companhia é listada no segmento diferenciado de governança corporativa, denominado Novo Mercado, regido por Regulamento próprio, o qual conta com a seguinte definição de “Acionista Controlador”, nos termos de sua “Seção II – Definições”;

“Seção II – Definições” do Regulamento do Novo Mercado

“Acionista Controlador” significa o(s) acionista(s) ou o Grupo de Acionistas que exerça(m) o Poder de Controle da Companhia.

“Poder de Controle” significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante. (grifo nosso)

Assim, para efeitos de cumprimento dos deveres previstos no Regulamento do Novo Mercado, LAH é identificada pela BM&FBovespa como controladora da Companhia.

Nesse sentido, vale apresentar um panorama da participação dos acionistas da Companhia em termos percentuais nas últimas Assembleias Gerais das quais LAH participou votando (ressaltando que a AGE datada de 04/09/2014 – Assembleia para escolha do avaliador – não será relacionada abaixo, uma vez que LAH não votou na mesma):

- a. AGO/E de 26/04/2012 (fl. 863 a 886): estiveram presentes acionistas representando aproximadamente 76% do capital social da Companhia (LAH tinha assegurada a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes, com a participação de 43,59% que detinha naquela época);
- b. AGE de 18/05/2012 (fl. 887 a 890): estiveram presentes acionistas representando aproximadamente 61% do capital social da Companhia (LAH tinha assegurada a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes, com a participação de 43,59% que detinha naquela época);
- c. AGO/E de 30/04/2013 (fl. 891 e 892): estiveram presentes acionistas representando aproximadamente 49% do capital social da Companhia (LAH, com participação reduzida para os atuais 29,51%, tinha assegurada a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes);
- d. AGE de 21/08/2013 (fl. 893): estiveram presentes acionistas representando aproximadamente 48% do capital social da Companhia (LAH tinha assegurada a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes, com a participação de 29,51% que detém até presente data);
- e. AGO de 30/04/2014 (fl. 894 e 895): estiveram presentes acionistas representando 49,43% do capital social da Companhia (LAH tinha assegurada a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes, com a participação de 29,51% que detém até presente data);
- f. AGE de 19/09/2014 (fls. 899 a 901): estiveram presentes acionistas representando 73,05% do capital social da Companhia (LAH não tinha assegurada a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes, com a participação de 29,51% que detém até presente data).

3.24 Assim, tendo em vista as particularidades do presente caso, dentre as quais o conjunto de fatores elencados acima, não vemos óbice à consideração de LAH como controladora de Companhia para o fim específico ora pleiteado, qual seja, a realização da OPA para cancelamento do registro de BHG S.A. – Brazil Hospitality Group, nos termos propostos.

IV. Conclusão

4.1 Por todo o acima exposto, propomos que o presente caso seja encaminhado ao SGE, com solicitação de que o pleito da OPA para cancelamento de registro de BHG S.A. – Brazil Hospitality Group seja submetido ao Colegiado da CVM, nos termos propostos, em que a ofertante seja Razuya Empreendimentos e Participações S.A., um veículo de Latin America Hotels, LLC, esta última titular de 29,51% de seu capital social e votante e considerada controladora minoritária da Companhia.

4.2 Propomos, ainda, a solicitação de que esta SRE/GER-1 seja a relatora do caso, cabendo as seguintes ressalvas:

(i) somos favoráveis ao pleito da OPA para cancelamento de registro de BHG S.A. – Brazil Hospitality Group nos termos propostos, restringindo nossa manifestação ao caso concreto, conforme circunstanciado no presente Memorando; e

(ii) nossa reflexão sobre a caracterização de LAH como controladora minoritária de BHG S.A. – Brazil Hospitality Group não se estende necessariamente a todo caso de acionista de companhia aberta com participação inferior à maioria absoluta do capital votante (50% mais uma ação com direito de voto) que pretenda realizar OPA para cancelamento de registro da respectiva companhia, nem a eventuais casos de aplicação do disposto no art. 254-A da LSA, os quais deverão ser analisados circunstancialmente em cada oportunidade.

Atenciosamente,

(assinado eletronicamente por)
Gustavo Luchese Unfer
Analista GER-1

(assinado eletronicamente por)
Ricardo Maia da Silva
Gerente de Registros

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

Atenciosamente,

(assinado eletronicamente por)
Reginaldo Pereira de Oliveira
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Analista**, em 18/03/2015, às 17:25, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Ricardo Maia da Silva, Gerente**, em 19/03/2015, às 12:06, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Reginaldo Pereira de Oliveira, Superintendente**, em 19/03/2015, às 12:21, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0017340** e o código CRC **C8E58400**.

Referência: Processo nº 19957.000887/2015-50

Documento SEI nº 0017340

Criado por [luchese](#), versão 5 por [luchese](#) em 18/03/2015 14:35:30.