



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 39/2015-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 02 de julho de 2015.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Assunto: OPA para saída do Novo Mercado da BM&FBovespa de Vigor Alimentos S.A. – Pedido de dispensa de observância aos limites de 1/3 e 2/3 previstos no art. 15 da Instrução CVM 361 - Processo CVM nº RJ-2015-2255

Senhor Superintendente,

1. Com base no art. 35 da Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361”), FB Participações S.A. (“Ofertante”) requer a dispensa de observância aos limites de 1/3 e 2/3 previstos respectivamente nos incisos I e II do art. 15 da mesma Instrução, no âmbito da oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) de Vigor Alimentos S.A. (“Companhia” ou “Vigor”) para saída do segmento especial de negociação de valores mobiliários da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros denominado Novo Mercado (“OPA para Saída do NM”), a ser realizada.
2. A Companhia, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 13.324.184/0001-97, tem seu capital social representado atualmente por 162.768.460 ações ordinárias de sua emissão, sendo 117.757.075 ações ordinárias (aproximadamente 72,35% do capital social) de titularidade da Ofertante e 31.625.763 ações ordinárias (aproximadamente 19,43% do capital social) de titularidade de JBS S.A. (“JBS”), também controlada pela Ofertante.
3. Cabe ressaltar que a oferta em tela é exigida como condição prévia para a saída da Companhia do Novo Mercado da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBovespa”), por força do Regulamento daquele segmento em que é listada e do seu Estatuto Social (da Companhia).
4. Pela Instrução CVM 361, sua modalidade é de “OPA voluntária”, não estando, portanto, sujeita a registro na CVM, por não envolver permuta por valores mobiliários, conforme se depreende do disposto no art. 2º, inciso IV e § 1º, da Instrução CVM 361, abaixo destacado:

“Art. 2º - A Oferta Pública de Aquisição de ações de companhia aberta (OPA) pode ser de uma das seguintes modalidades:

(...)

IV – OPA voluntária: é a OPA que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores;

(...)

§ 1º Somente estarão sujeitas a registro perante a CVM as modalidades de OPA referidas nos incisos I a III do **caput** e aquelas de que tratam os incisos IV, V e VI, quando envolverem permuta por valores mobiliários.

(...)”

5. Atualmente, as minutas dos documentos que instruem a OPA em tela estão em análise na BM&FBovespa e poderão sofrer alterações, inclusive quanto ao preço da oferta, que consta em forma de lacuna na minuta do instrumento da OPA em tela.

6. Tais minutas compõem ainda o Processo em epígrafe e, com base nas mesmas, descreveremos os principais pontos da oferta, na Seção “II- Características da OPA” abaixo.

7. Antes, porém, apresentaremos na Seção “I- Breve Histórico da Companhia” as alterações realizadas na composição de seu capital, em 2012.

8. O presente Memorando conta, ainda, com outras duas Seções: “III- Nossas Considerações” e “IV- Conclusão”.

I - Breve Histórico da Companhia

9. A Companhia foi registrada junto à CVM, na Categoria A, em 13/02/2012, época em que teve ainda suas ações admitidas à negociação no Novo Mercado da BM&FBovespa. Naquela data, seu capital social era representado por 149.714.346 ações ordinárias, todas de titularidade de JBS.

10. À época, FB Participações S.A. (a Ofertante da presente OPA) já era controladora direta de JBS, sendo, conseqüentemente, controladora indireta de Vigor.

11. Ainda em 2012, JBS realizou uma OPA voluntária visando as ações ordinárias de sua própria emissão (“OPA de JBS”). Ou seja, foi uma OPA voluntária de JBS, em que a própria JBS era a ofertante.

12. Segundo a forma de pagamento, a OPA de JBS foi de permuta por ações ordinárias de emissão de Vigor (todas de sua titularidade, à época), à razão de uma ação de emissão de JBS para uma ação de emissão de Vigor (1:1).

13. A OPA de JBS tinha como destinatários todos os seus acionistas, incluindo sua própria controladora FB Participações S.A. (a Ofertante da presente OPA), os quais podiam alienar todas as ações de JBS de que eram titulares, recebendo em contrapartida ações de emissão de Vigor.

14. Então, como resultado da OPA de JBS, cujo leilão ocorreu em 21/06/2012, FB Participações S.A. passou à condição de controladora direta de Vigor, e entraram em circulação 51.281.432 ações de emissão de Vigor (34,25% de seu capital social em circulação à época).

15. Já em 2014, FB Participações S.A. realizou OPA voluntária de Vigor, mediante permuta por ações ordinárias de emissão de JBS, à razão de uma ação ordinária de emissão de Vigor para uma ação ordinária de emissão de JBS, acrescido de R\$ 0,01146 por ação de Vigor (quantia equivalente à diferença dos dividendos pagos pela JBS e pela Vigor, desde 21/06/2012 até a data do leilão da OPA voluntária de Vigor).

16. Aquela OPA voluntária de Vigor visava as 51.281.432 ações de sua emissão ainda em circulação, na respectiva data.

17. O leilão da OPA voluntária de Vigor ocorreu em 21/01/2014, tendo FB Participações S.A. adquirido 50.917.322 ações ordinárias de emissão de Vigor (99,29% das ações visadas à época), restando em circulação 364.110 ações de emissão de Vigor (aproximadamente 0,24% do capital social de Vigor, à época).

18. Em 20/02/2015, a Assembleia Geral Extraordinária de Vigor aprovou aumento de capital com a emissão de 13.054.144 ações ordinárias, para subscrição privada.

19. Por ocasião do referido aumento de capital, destaca-se o ingresso de Arla Foods International A/S (“Arla”) que subscreveu e integralizou 13.021.477 novas ações ordinárias de emissão de Vigor, consideradas ações em circulação, uma vez que Arla não faz parte do controle de Vigor, tampouco se caracteriza como pessoa vinculada aos seus controladores. Não obstante, as ações de titularidade de Arla não serão objeto da OPA de Vigor, conforme melhor esclarecido no parágrafo 2.2 abaixo.

20. Dessa forma, atualmente as ações representativas do capital social de Vigor encontram-se distribuídas conforme consta do quadro abaixo (item 7.5 da minuta do instrumento da OPA) :

Acionista	Número de ON	% ON	% Total
FB Participações S.A.	117.757.075	72,35	72,35
JBS	31.625.763	19,43	19,43
Arla	13.021.477	8,00	8,00
Outros	364.145	0,22	0,22
Ações em tesouraria	0	0	0
Administradores	0	0	0
Total	162.768.460	100,00	100,00
Quantidade de Ações detidas pelo Acionista Controlador, Pessoas Vinculadas e Administradores	149.382.838	91,78	91,78
Quantidade de Ações em Circulação	13.385.622	8,22	8,22
I – Arla	I – 13.021.477	I – 8,00	I – 8,00
II – Ações Objeto da Oferta ^[1] (ver parágrafo 2.2 abaixo)	II – 364.145	II – 0,22	II – 0,22

II - Características da OPA

21. Como se verifica do quadro constante da Seção “I- Breve Histórico da Companhia” supra, atualmente há 13.385.622 ações ordinária de emissão da Companhia em circulação (aproximadamente 8,22% do capital social da Companhia).

22. Entretanto, a OPA para saída do NM de Vigor Alimentos S.A. visa à aquisição de apenas 364.145 ações ordinárias (2,72% das ações em circulação), uma vez que a acionista minoritária Arla Foods International A/S, titular de 13.021.477 ações ordinárias de emissão da Companhia (97,28% das ações em circulação) comprometeu-se, mediante celebração de instrumento particular (cópia às folhas 300 e 301), a não aderir à referida oferta.

23. A saída da Companhia do Novo Mercado da BM&FBovespa não está condicionada à obtenção de qualquer quórum de adesão à OPA em tela ou de aceitação por parte dos acionistas destinatários.

24. Ao final da oferta, a Companhia estará apta para sair do Novo Mercado, vindo a ingressar no segmento tradicional da BM&FBovespa, onde permanecerá tendo negociadas as ações de sua emissão.

25. O laudo de avaliação da Companhia foi elaborado pelo Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A., avaliador escolhido pelos acionistas minoritários em Assembleia Geral, convocada para esse fim específico, mediante apresentação de lista tríplice por parte do Conselho de Administração, conforme preceitua o Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa.

26. O referido laudo de avaliação conta com o emprego das seguintes metodologias, em observância ao que preceitua o item XII do Anexo III da Instrução CVM 361:

- (i) valor patrimonial, resultando em R\$ 8,76 por ação, com base em 31/12/2014, ajustado para o aumento de capital da Companhia realizado em fevereiro de 2015;
- (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 (entre 14/11/2013 e 13/11/2014), resultando no valor de R\$ 8,22;
- (iii) preço médio ponderado das ações da Companhia nas negociações realizadas na BM&FBovespa após a publicação do Fato Relevante que divulgou a intenção de se realizar a presente oferta (entre 14/11/2014 e 13/03/2015), resultando no valor de R\$ 7,53;
- (iv) valor econômico calculado com base em múltiplos de mercado, resultando em intervalo entre R\$ 8,38 e R\$ 9,96 por ação; e
- (v) valor econômico calculado com base em fluxo de caixa descontado, resultando em intervalo entre R\$ 11,59 e R\$ 12,75 por ação.

27. Não obstante, conforme mencionamos no início deste Memorando, o preço da oferta ainda não foi definido pela Ofertante. Contudo, sua definição será baseada, “no mínimo, pelo respectivo Valor Econômico” apurado no Laudo de Avaliação, em observação ao previsto no item 11.2 do Regulamento do Novo Mercado, sendo certo ainda que a BM&FBovespa verificará o cumprimento dessa regra.

28. Ademais, cabe destacar que, em termos práticos, não se aplica à presente OPA a seguinte regra constante do § 2º do art. 10 da Instrução CVM 361:

“Art.10, §2º Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, constará declaração do ofertante de que, caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos:

I – exercício da faculdade pelo acionista; ou

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

29. Isso porque, como dito acima (parágrafo 2.2.), a acionista minoritária Arla Foods International A/S, titular de 13.021.477 ações ordinárias de emissão da Companhia (97,28% das ações em circulação) comprometeu-se, mediante celebração de instrumento particular, a não alienar suas ações na referida oferta.

30. Entretanto, a Ofertante se compromete a adquirir as ações em circulação remanescentes dos titulares das 364.145 ações em circulação visadas na OPA, em observação ao procedimento no dispositivo destacado acima, caso venha a adquirir mais de 2/3 das mesmas (ou seja, sem considerar Arla e as ações de sua titularidade), com a atualização da taxa SELIC.

31. Ademais, a OPA para Saída do NM da Companhia atende às regras da Instrução CVM 361, para essa modalidade de oferta, à exceção do disposto no seu art. 15, o que vem a ser objeto de pedido de dispensa, nos termos tratados neste Memorando, bem como às regras constantes do Regulamento daquele segmento especial.

III - Alegações da Ofertante

32. Reproduzimos abaixo as alegações apresentadas pela Ofertante, com vistas ao sucesso de seu pleito,

também destacado nesta Seção, com os termos e os grifos originais, constantes de sua petição inicial, às folhas 1 a 9 deste Memorando:

“III. Pedido de Dispensa dos Limites Previstos no Artigo 15 da Instrução CVM nº 361/02

O presente pedido de dispensa visa assegurar o cumprimento integral, pela Ofertante, das regras previstas no Regulamento do Novo Mercado para saída do Novo Mercado (Seção XI do Regulamento do Novo Mercado[2]), cujo objetivo é permitir que os acionistas que desejam participar da oferta pública em questão tenham a oportunidade de vender todas as suas ações, pelo respectivo Valor Econômico, o que, segundo a Comunicação da BM&FBOVESPA, não se verifica na hipótese de eventual rateio decorrente dos limites previstos pela Instrução CVM nº 361/02 (especificamente no artigo 15, inciso I).

O conflito entre as normas acima mencionado fica configurado na medida em que, enquanto o Regulamento do Novo Mercado determina ao acionista controlador a realização de uma oferta pública de aquisição de ações destinada à totalidade dos demais acionistas, o inciso I do artigo 15 da Instrução CVM nº 361/02 limita, nos casos em que especifica, a aquisição de ações à fração de 1/3 (um terço) das ações em circulação.

A este propósito, a Diretora desta D. CVM Ana Novaes, em seu voto proferido no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5652, destaca que:

“Vejo um único conflito entre a exigência feita nos Regulamentos de Listagem do Nível 2 e do Novo Mercado e a regra para Cancelamento de Registro do art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002. A OPA para Saída de Nível é destinada a todos os minoritários, que terão o direito de vender as ações ao ofertante independentemente da adesão dos demais acionistas. Já a regra do art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002 determina que caso a OPA seja aceita por mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, o ofertante somente poderá adquirir até 1/3 das ações ou desistir da oferta.”

Em tal circunstância, é evidente que os maiores prejudicados seriam os próprios acionistas destinatários da OPA que pretendam aceitá-la e alienar suas ações. Ana Novaes destaca no voto acima referido o seguinte:

Essa incompatibilidade entre o disposto no Regulamento do Novo Mercado e as limitações estabelecidas pelo artigo 15 da Instrução CVM nº 361/02 já havia sido identificada por esta D. CVM quando da edição da Instrução CVM nº 361/02, ao prever em seu artigo 35 a possibilidade de excepcionar o cumprimento do artigo 15, mediante o atendimento a certos requisitos, conforme segue:

“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.” (grifos deles)

A Ofertante esclarece que os requisitos dos incisos I e II do artigo 35 da Instrução CVM nº 361/02 (necessários à dispensa da exigência de limites mínimo e máximo de ações em circulação a serem adquiridas no contexto da OPA), estão sendo observados no presente caso uma vez que: (i) a OPA decorre de exigência constante do item 11.2 do Regulamento do Novo Mercado para saída da Vigor do segmento especial de negociação do Novo Mercado; (ii) a dispensa ora requerida foi especialmente solicitada pela BM&FBOVESPA, nos termos do Anexo I; (iii) a OPA não implica no cancelamento de registro para negociação das ações da Vigor nos mercados regulamentados de valores mobiliários; e (iv)

o preço de aquisição das ações da Vigor corresponderá ao valor econômico da ação, apurado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, escolhida em assembleia geral pelos próprios acionistas titulares das ações em circulação de emissão da Vigor, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da Vigor, seus administradores e seu acionista controlador.

IV Do Pedido

Em vista do acima exposto e em linha com as decisões preferidas por esta D. CVM em casos similares^[3], a Ofertante submete à apreciação desta D. Comissão, com fulcro no disposto no artigo 35 da Instrução CVM nº 361/02, o presente pedido de dispensa do quanto disposto no inciso I do artigo 15 da Instrução CVM nº 361/02, para que, em caso de aceitação da OPA por menos de 2/3 das ações em circulação, a Ofertante possa adquirir a totalidade das ações de acionistas que aceitarem a OPA.”

IV - Nossas Considerações

33. A OPA para Saída do NM de Vigor Alimentos S.A. decorre de obrigação contratual, por conta de sua adesão àquele segmento especial de governança corporativa da BM&FBovespa, cujo Regulamento prevê em seu item 11.2:

“11.2 Oferta pelo Acionista Controlador. Quando a saída da Companhia do Novo Mercado ocorrer para que os valores mobiliários por ela emitidos passem a ter registro para negociação fora do Novo Mercado, o Acionista Controlador deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, no mínimo, pelo respectivo Valor Econômico, a ser apurado na forma prevista na Seção X deste Regulamento, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis. A notícia da realização da oferta pública deverá ser comunicada à BM&FBOVESPA e divulgada ao mercado imediatamente após a realização da assembleia geral da Companhia que houver aprovado a referida saída.”

34. Para efeitos da Instrução CVM 361, trata-se de uma OPA voluntária, dispensada de registro na CVM, uma vez que não envolve permuta por valor mobiliário, como forma de pagamento pelas ações objeto.

35. Quanto às OPA para saída dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (Nível 2 e Novo Mercado), sua finalidade é proporcionar evento de liquidez aos seus respectivos destinatários, no momento em que se decide retirar as companhias listadas daqueles segmentos especiais (deslistar), sem que, contudo, tais companhias venham a obter o “cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários”, caso que deve ser precedido de uma OPA para cancelamento de registro, nos termos do § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76 e do art. 16 da Instrução CVM 361.

36. Por conta dessa finalidade, então, a Instrução CVM 361 prevê, em seu art. 35, a possibilidade de a CVM dispensar as exigências da própria norma quanto aos limites mínimo ou máximo de ações a serem adquiridos em OPA para saída dos referidos segmentos especiais.

37. Assim preceitua o dispositivo supramencionado:

“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.”

38. A possibilidade de dispensa prevista no dispositivo supra se aplica mais diretamente ao que preceitua o art. 15 da Instrução CVM 361, que, visando à tutela da liquidez das ações de companhia aberta, estabelece

os limites de 1/3 e 2/3 para aquisição de ações em qualquer OPA formulada pela própria companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, à exceção da OPA por alienação de controle, conforme redação destacada abaixo:

“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.”

39. O dever de a CVM tutelar a liquidez das ações de companhia aberta, por sua vez, decorre de comando legal, a saber, o disposto no § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76 (“LSA”), como se verifica:

“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.” (grifo nosso)

40. Então, como se observará, a regra dos limites de 1/3 e 2/3 constante do art. 15 da Instrução CVM 361 encontra-se em harmonia com o critério objetivo estabelecido pela CVM para caracterizar impedimento de liquidez que faça ensejar a obrigação de realização da oferta pública de aquisição de ações, com vistas ao cumprimento do comando legal destacado acima.

41. Nesse sentido, vejamos o que dispõe o *caput* do art. 26 da Instrução CVM 361, quanto ao dever de realização de OPA por aumento de participação:

“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.”

42. De ambos os dispositivos normativos destacados acima (o art. 15 e o art. 26 da Instrução CVM 361), verifica-se que a fração de 1/3 de ações da mesma espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37 da mesma Instrução, é o limite objetivo entendido como possível de ser adquirido pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculada sem que resulte no impedimento da liquidez de que trata o § 6º do art. 4º da LSA.

43. Vale, então, destacar o que preceituam os referidos §§ 1º e 2º do art. 37 da Instrução CVM 361, nos seguintes termos:

“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.”

44. Ademais, o p.u. do art. 15 da Instrução CVM 361 prevê o procedimento a ser utilizado para o cálculo da fração de 1/3 de que trata o inciso I do referido dispositivo, nos casos em que o art. 37, §§ 1º e 2º, da mesma Instrução não for aplicável, conforme se verifica abaixo:

“Art. 15 – (...)

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.”

45. Esse é o caso da Companhia, cujo registro junto à CVM, na Categoria A, foi concedido 13/02/2012, e sua primeira oferta pública de distribuição ocorreu no âmbito da OPA de JBS, como forma de pagamento pelas ações de emissão de JBS alienadas naquela oferta, com leilão ocorrido em 21/06/2012, quando entraram em circulação 51.281.432 ações de emissão de Vigor (34,25% de seu capital social em circulação à época).

46. Em outras palavras, o cálculo da fração de 1/3 de que trata o inciso I do art. 15 da Instrução CVM 361, para o caso da presente OPA, tem como ponto de partida a quantidade de 51.281.342 ações em circulação de emissão da Companhia, na data de 21/06/2012, devendo considerar, ainda, as alterações pelas quais passou o capital social da Companhia, em linha com o que consta do disposto no art. 35-A da Instrução CVM 361, 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.”

47. Para tanto, usaremos a Fórmula $L(1/3) = 1/3(AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$ (“Fórmula L (1/3)”), já reconhecida pelo Colegiado da CVM no âmbito dos seguintes Processos:

(i) Cremer S.A. (Processo CVM nº RJ-2014-4394), decisão datada de 03/06/2014;

(ii) Banco Sofisa S.A. (Processo CVM nº RJ-2014-3723), decisão datada de 20/05/2014;

(iii) Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – EMBRATEL (Processo CVM nº RJ-2010-15144), decisão datada de 27/12/2011; e

(iv) Suzano Holding S.A. (Processo CVM nº RJ-2010-13241), decisão datada de 19/04/2011.

48. Ademais, a Fórmula foi detalhadamente definida, nos Processos acima citados, da seguinte maneira:

Fórmula: $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$, 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 (no caso concreto, o número de ações em circulação após a primeira oferta pública de distribuição de Vigor Alimentos S.A., que foi no âmbito da OPA de JBS S.A., conforme mencionado acima);

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.”

49. Antes, porém, vale ressaltar que, do que se viu até aqui, as OPA para saída de companhias listadas em segmentos especiais de negociação de valores mobiliários, como o Nível 2 e o Novo Mercado da BM&FBovespa, formuladas por seus controladores, encontram-se diante da seguinte tensão: (i) de um lado, não parece fazer sentido impor a regra dos limites de aquisição de 1/3 e 2/3 constante do art. 15 da Instrução CVM 361, haja vista que tal imposição prejudicaria o evento de liquidez pretendido com as referidas OPA, à medida que se procedesse ao rateio entre os aceitantes dessas ofertas; e (ii) de outro lado, a simples dispensa automática dos limites de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361 ignoraria a tutela da liquidez das ações da companhia aberta pretendida com a regra.

50. Por esse motivo é que, com base no art. 35 da Instrução CVM 361, a CVM já deliberou favoravelmente à dispensa da regra dos limites de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361 em OPA realizadas exclusivamente para saída de companhias listadas em segmentos especiais de negociação de valores mobiliários, a exemplo do que se pretende no caso concreto, mas sempre considerando as especificidades de cada caso concreto, como nos seguintes precedentes:

(i) OPA do Banco Santander (Brasil) S.A. – para saída do Nível 2 da BM&FBovespa – Processo CVM nº RJ-2014-6547 (decisão datada de 05/09/2014):

“Trata-se de pedido apresentado pelo Banco Santander S.A. (“Santander Espanha” ou “Ofertante”) em conjunto com Banco Santander (Brasil) S.A. (“Santander Brasil” ou “Companhia”), de registro da oferta pública voluntária de permuta de units e ações de emissão da Companhia (“OPA”) para saída do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“Nível 2”).

A Ofertante também solicita dispensa dos limites estabelecidos no art. 15 da Instrução CVM 361/2002 (“Instrução CVM 361”), com fundamento no art. 35 da mesma norma, alegando que a OPA (i) decorre de exigência do regulamento de listagem do Nível 2; (ii) não implica no cancelamento do registro de companhia aberta; e (iii) oferece um preço de aquisição (permuta) superior ao valor econômico da ação, apurado pelo N M Rothschild & Sons (Brasil) Ltda., selecionado pelos titulares de ações em circulação em assembleia geral extraordinária realizada em 09.06.2014.

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE manifestou-se favoravelmente ao pleito, condicionando a dispensa dos limites do art. 15 da Instrução CVM 361 à obrigação de que a Ofertante adquirisse as ações de mesma espécie remanescentes, pelo prazo de três meses, caso a OPA tivesse adesão superior a 1/3 das respectivas espécies de ações em circulação (“Opção de Venda”), nos moldes do que preceitua o § 2º do art. 10 da referida norma, nos termos do MEMO/SRE /GER-1/Nº 66/2014.

Isso porque, segundo a SRE, a simples inobservância aos limites de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, sem que outros mecanismos de salvaguarda sejam aplicados, prejudicaria a tutela à liquidez das ações em circulação visada pela norma, facilitando a coerção sobre os acionistas destinatários de uma OPA para saída de segmento especial, prejudicando sua tomada de decisão refletida e independente no processo da oferta.

O Colegiado concordou com a SRE no que diz respeito à dispensa da observância dos limites de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361 por parte da Ofertante. Não obstante, o Colegiado deliberou conceder referida dispensa sem condicioná-la à alteração dos termos da Opção de Venda originalmente proposta pela Ofertante no edital da OPA, por entender que a exigência formulada pela SRE não encontra respaldo na Instrução CVM 361.”

(ii) OPA de Cremer – para saída do Novo Mercado da BM&FBovespa – Recurso contra decisão da SRE interposto por Arapaima Participações S.A. – Processo CVM nº RJ-2014-4394 (decisão datada de 03/06/2014):

“Trata-se de recurso interposto por Arapaima Participações S.A. (“Recurso” e “Ofertante”, respectivamente) contra o entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários –

SRE no âmbito da oferta pública de aquisição de ações (“OPA” ou “Oferta”) para fins de saída da Cremer S.A. (“Companhia”) do segmento especial de listagem do Novo Mercado da BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“Novo Mercado”).

A Ofertante é sociedade controlada indiretamente pela Tarpon Gestora de Recursos S.A., atual acionista controladora da Companhia (“Acionista Controladora”).

Em 28.04.2014, a Companhia arquivou no Sistema IPE o edital da OPA de saída do Novo Mercado lançada pela Ofertante (“Edital”), cujo leilão estava previsto para ocorrer em 28.05.2014.

O item 1.12 do Edital (i) fazia referência aos limites de 1/3 e 2/3 de forma diversa daquela estabelecida no art. 15 da Instrução CVM nº 361/2002 (“Instrução CVM 361”), considerando, para tanto, apenas as ações em circulação daqueles acionistas que se habilitarem na OPA; bem como (ii) 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.

Tendo em vista a redação do referido item 1.12, em 09.05.2014, a SRE encaminhou ofício à Ofertante suspendendo a Oferta até que o Edital fosse ajustado, de modo que os limites de 1/3 e 2/3 fossem calculados com base no número total de ações da Companhia em circulação no mercado.

Em resposta ao ofício, a Ofertante solicitou à SRE a dispensa da observância dos limites do art. 15 da Instrução CVM 361, bem como que fosse possível alterar o item 1.12 do Edital, eliminando a previsão de desistência da OPA, e que isto fosse tratado como uma renúncia à condição de efetivação da Oferta, nos termos do inciso I do parágrafo 3º do art. 5º da mesma Instrução.

Em 13.05.2014, a SRE solicitou à Ofertante que apresentasse quadros demonstrando a evolução do capital social da Companhia. Após análise das informações encaminhadas, concluiu que em razão de aquisições de ações realizadas pela própria Companhia entre agosto de 2013 e abril de 2014, a Acionista Controladora encontrava-se em situação na qual o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361 estaria ultrapassado, conforme cálculos efetivados com aplicação da fórmula desenvolvida pela CVM para atender ao art. 35-A da Instrução CVM 361 (“Fórmula”).

Por esse motivo, em 16.05.2014 a SRE comunicou a Ofertante por meio do OFÍCIO/CVM /SRE/GER-1/Nº 112/2014 que quaisquer novas aquisições de ações pela Acionista Controladora ou pessoa vinculada deveriam efetivar-se por meio de OPA por aumento de participação, nos termos do § 6º do art. 26 da Instrução CVM 361.

A Ofertante recorreu contra o entendimento da SRE, alegando o que se segue:

a. O ajuste no número de ações em circulação previsto no art. 35-A da Instrução CVM 361 somente poderia ser aplicado quando solicitado pelo acionista controlador, o que não ocorreu no caso concreto;

b. Não deveriam ser computadas no cálculo do referido ajuste (i) as recompras de ações pela própria Companhia, tendo em vista que não se presume a companhia objeto como atuando no mesmo interesse do acionista controlador; e (ii) as aquisições de ações pelos administradores da Companhia, por falta de previsão legal;

c. A SRE não considerou em sua análise a possibilidade de a CVM dispensar o limite de 1/3 previsto no caput do art. 26 da Instrução CVM 361, com fundamento no art. 35 da mesma regra;

d. A OPA por aumento de participação não seria acionada por aquisições efetuadas por meio de ofertas públicas de aquisição, de modo que, mesmo se atingisse o limite previsto no caput do art. 26 da Instrução CVM 361, o controlador poderia formular uma OPA voluntária para adquirir montante superior a 2/3 das ações em circulação; e

e. Eventual nova interpretação da CVM sobre a Instrução CVM 361 não poderia retroagir a atos praticados sob a égide do art. 35-A.

Além disso, a Ofertante registrou o seguinte:

a. A Oferta foi extremamente bem recebida pelos acionistas da Companhia, tanto que contou com a manifestação favorável do maior acionista minoritário;

b. Passados mais de dois meses desde o anúncio da intenção de realizar a OPA, não se tem conhecimento de qualquer reclamação dos acionistas destinatários da oferta, seja quanto a forma,

conteúdo ou preço;

c. Os acionistas minoritários, em assembleia especial para este fim, escolheram o avaliador para a elaboração do pertinente laudo de avaliação das ações da Companhia;

d. O Conselho de Administração da Companhia, em deliberação tomada exclusivamente por seus membros independentes, manifestou-se favoravelmente à aceitação da OPA parte dos acionistas destinatários; e

e. Em assembleia geral realizada em 19.05.2014, todos os acionistas presentes, por unanimidade, manifestaram-se favoravelmente à saída da Companhia do Novo Mercado.

Ao fim, a Ofertante requer: (i) a reconsideração do entendimento da SRE para que seja reconhecida a inexistência da obrigação de realizar OPA por aumento de participação; (ii) a dispensa da exigência prevista no art. 15 da Instrução CVM 361, com fundamento no art. 35 da mesma regra; e (iii) a confirmação, por parte da CVM, de que a modificação do Edital em função da referida dispensa seria uma renúncia à condição para efetivação da Oferta, aplicando-se o prazo previsto no art. 5º, parágrafo 3º, inciso I, da Instrução CVM 361.

Por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº 037/2014, de 30.05.2014, a SRE manteve o seu entendimento sobre a necessidade de realização de OPA por aumento de participação, sob os seguintes principais argumentos:

a. Embora a Acionista Controladora ou pessoa vinculada não tenha ultrapassado o limite de 1/3 de que trata o caput do art. 26 da Instrução CVM 361, quando de aquisições de ações em circulação realizadas anteriormente, encontra-se atualmente em situação na qual o referido limite está ultrapassado em função de aquisições posteriores realizadas pela Companhia;

b. Não haveria a possibilidade de a Ofertante realizar apenas uma OPA voluntária, sendo necessário que qualquer aquisição de ações 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, já que o limite de 1/3 de que trata o mesmo artigo já fora ultrapassado;

c. 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, apenas explicita a possibilidade de o acionista controlador solicitar à CVM que tais ajustes sejam realizados;

d. Tanto as recompras de ações pela própria Companhia quanto as aquisições de ações por parte de seus administradores devem ser computados no cálculo das ações em circulação, conforme confirmado em recente decisão do Colegiado (Processo CVM nº RJ2014/3723);

e. O art. 35 da Instrução CVM 361 não autoriza a dispensa da observância do limite de 1/3 de ações em circulação mencionado no caput do art. 26 da Instrução CVM 361, mas sim os limites previstos nos incisos I e II do art. 15 da referida Instrução; e

f. O aperfeiçoamento da Fórmula não se confunde com aplicação retroativa de nova interpretação, muito menos infringe qualquer regra que verse sobre segurança jurídica.

O Colegiado ressaltou, em primeiro lugar, que concorda com as colocações da área técnica no que diz respeito à interpretação do art. 35-A da Instrução CVM 361 e ao fato de que as recompras de ações pela própria Companhia e as aquisições de ações por parte de seus administradores devem ser computadas no cálculo das ações em circulação.

Não obstante, o Colegiado esclareceu que:

a. O parágrafo 6º do art. 26 não cria uma OPA autônoma, mas reitera a essência normativa contida no caput, conforme inclusive já esclarecido no âmbito do Processo CVM RJ2012/14764, apreciado em 30.07.2013;

b. Uma vez deflagrada a obrigação de realizar a OPA por aumento de participação do caput do art. 26, o controlador e demais sujeitos mencionados no § 6º apenas poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação;

c. O fato gerador da OPA por aumento de participação de que trata o art. 26 pressupõe uma atuação do “acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada”, qual seja: a aquisição de ações, “por outro meio

que não uma OPA”, que ultrapasse o limite estabelecido de 1/3 das ações em circulação;

d. O texto do parágrafo 6º do art. 4º da Lei nº 6.404/1976 reforça esse entendimento ao prever que a OPA por aumento de participação deverá ser lançada pelo “acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação” de modo a comprometer a liquidez das ações remanescentes; e

e. O limite de que trata o caput do art. 26 da Instrução CVM 361 deve ser verificado no momento da aquisição de ações pelo controlador ou pessoa vinculada.

Neste sentido, O Colegiado entendeu que, diante das particularidades do caso concreto, e considerando que a aquisição de mais de 1/3 das ações em circulação se daria no âmbito de OPA para saída do Novo Mercado, a aquisição em questão não geraria obrigação de realizar a OPA por aumento de participação de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361.

Pelos motivos acima, o Colegiado, por unanimidade, decidiu dar provimento ao Recurso apresentado pela Ofertante, reconhecendo (i) a inexistência da obrigação de realizar OPA por aumento de participação por parte da Acionista Controladora no caso concreto; e (ii) a possibilidade de a Ofertante realizar a OPA para saída da Companhia do Novo Mercado.

Quanto aos demais pedidos da Ofertante, o Colegiado, por unanimidade, decidiu (i) dispensar a exigência prevista no art. 15 da Instrução CVM 361 na OPA para saída do Novo Mercado, com fundamento no art. 35 da mesma Instrução e em precedentes desta Autarquia (Processos CVM RJ2008/9658, de 21.10.2008, e RJ2012/9648, de 29.01.2013); e (ii) confirmar que a modificação do Edital em função da referida dispensa configura renúncia à condição para efetivação da Oferta, aplicando-se o prazo mínimo de 10 dias previsto no art. 5º, parágrafo 3º, inciso I, da Instrução CVM 361.

Por fim, o Colegiado determinou a remessa do processo à SRE, para as providências que julgar cabíveis e solicitou à SDM que estude a conveniência de aprimorar a redação dos artigos 15, 26, 35, 35-A e 37 da Instrução CVM 361.”

(iii) OPA de Quattor Petroquímica S.A. (anteriormente denominada Suzano Petroquímica S.A.) – para Saída do Nível 2 da BM&FBovespa – Processo CVM nº RJ-2008-9658 (decisão datada de 21/10/2008):

“Trata-se de pedido da Quattor Participações S.A. (Ofertante) de dispensa de atendimento dos limites estabelecidos no art. 15 da Instrução 361/02, na OPA voluntária para aquisição de ações de emissão da Quattor Petroquímica S.A. (atual denominação da Suzano Petroquímica S.A.).

A Ofertante esclareceu que recente OPA por alienação de controle reduziu sua dispersão acionária de modo a impossibilitar sua permanência no Nível 2 de Governança Corporativa.

Embora não se trate de OPA sujeita a registro na CVM, faz-se necessário observar os termos da Instrução 361/06 (nos termos do seu art. 2, §2º), o que inclui as regras do art. 15, que impõe limites à quantidade de ações adquiridas no âmbito da OPA. A Ofertante solicita dispensa do mencionado dispositivo, por entender que ele impõe uma potencial limitação à opção do público alvo da OPA, que poderá eventualmente encontrar-se sujeito a rateio e, portanto, impossibilitado de optar por deixar a companhia. Ainda, a Ofertante destacou que: (i) a realização da OPA decorre de exigência constante do regulamento do segmento especial de negociação no qual a Companhia encontra-se listada; (ii) a oferta não implicará cancelamento do seu registro de companhia aberta; e (iii) o preço de aquisição corresponderá ao valor econômico da ação, apurado pelo Banco de Investimento Espírito Santo, escolhido como avaliador independente pelos acionistas minoritários da Companhia, durante assembleia realizada no dia 11.08.08.

No entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários, as alegações da Ofertante são procedentes, e fornecem a fundamentação necessária e suficiente para a concessão da dispensa solicitada.

O Colegiado, pelo exposto no Memo/SRE/GER-1/243/08, deliberou conceder a dispensa solicitada.

Adicionalmente, a área técnica solicitou que, em situações semelhantes ao caso sob análise, a dispensa referente ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, prevista no art. 35 da Instrução 361/02, fosse automática, desde que atendidos os requisitos exigidos. O Colegiado

deliberou não conceder, no momento, a dispensa automática, pois não há precedentes de casos semelhantes, sendo conveniente que a apreciação de tais pedidos continue a ser submetida ao Colegiado e, somente depois de experiência acumulada, avaliar nova solicitação da área técnica no sentido de simplificar a apreciação de pedidos semelhantes ao presente caso.”

51. De volta ao caso concreto, e com vistas à aplicação da Fórmula L (1/3), verifica-se que o mesmo apresenta as seguintes especificidades:

- (i) Vigor Alimentos S.A. obteve seu registro de companhia aberta na Categoria A em 13/02/2012, com vistas a que suas ações fossem ofertadas em permuta como forma de pagamento pelas ações objeto da OPA voluntária de JBS S.A., formulada pela própria JBS S.A.;
- (ii) O leilão da OPA de JBS S.A. ocorreu em 21/06/2012, numa relação de troca de 1 ação ordinária de emissão de JBS S.A. para 1 ação ordinária de emissão de Vigor Alimentos S.A.;
- (iii) A data de 21/06/2012, então, é considerada com a data da primeira oferta pública de distribuição de ações de emissão de Vigor Alimentos S.A., para efeito de base de cálculo da fração correspondente a 1/3 das ações em circulação;
- (iv) Naquela data (21/06/2012), observou-se que, como resultado da OPA voluntária de JBS S.A., Vigor Alimentos S.A. ficou com 51.281.432 ações de ordinárias de sua emissão (43,25% de seu capital social) em circulação;
- (v) Posteriormente, FB Participações S.A., controladora tanto de Vigor Alimentos S.A. quanto de JBS S.A., realizou uma operação inversa à descrita acima; ou seja, FB Participações S.A. (ofertante também na presente OPA) realizou uma OPA voluntária de Vigor Alimentos S.A., cujo pagamento envolveu permuta por ações de emissão de JBS S.A., tendo o seu leilão ocorrido em 21/01/2014, quando FB Participações S.A. adquiriu 50.917.322 ações de emissão de Vigor Alimentos S.A., restando 364.110 ações de emissão de Vigor em circulação (aproximadamente 0,24% à época);
- (vi) Em fevereiro de 2015, a Companhia passou por aumento de capital, oportunidade em que a Arla Foods International A/S ingressou na sociedade como acionista minoritária, ao subscrever e integralizar 13.021.477 ações ordinárias emitidas à época;
- (vii) Ainda decorrente do referido aumento de capital, outros acionistas minoritários subscreveram e integralizaram mais 35 ações ordinárias, resultando nas 364.145 ações em circulação objeto da presente oferta, uma vez que, como dito acima, Arla comprometeu-se, mediante celebração de instrumento particular, a não alienar suas ações na referida oferta.

52. Com base nessas características, as variáveis da Fórmula L (1/3) utilizada para o cálculo do limite de 1/3 de que trata o inciso I do art. 15 da Instrução CVM 361 assumem os seguintes valores:

- (i) AC00 = 51.281.432 (ações em circulação após a oferta pública inicial da Companhia, no âmbito da OPA voluntária de JBS em 21/06/2012);
- (ii) AAC = 13.021.512 (quantidade de ações que entraram em circulação em decorrência do aumento de capital realizado em fevereiro de 2015);
- (iii) ARC = Zero;
- (iv) AOPS = Zero; e
- (v) AQ = 50.917.322 (quantidade de ações adquiridas pelo controlador, por ocasião da OPA voluntária da Companhia, em 21/01/2014).

53. Assim, sendo a Fórmula L (1/3) = $1/3(AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$, tem-se o seguinte resultado: Fórmula L (1/3) = - 29.483.007 (valor negativo).

54. O valor negativo encontrado acima indica a inexistência do limite de 1/3 de que trata o inciso I do art. 15 da Instrução CVM 361 para o caso da Companhia, de modo que, pelo rito ordinário, a OPA da Companhia formulada pelo controlador, como no caso concreto, deveria ultrapassar o limite de 2/3 da atual quantidade de ações em circulação para que pudesse ser levada a termo, com base no que preceitua o art. 15, incisos I e II, da Instrução CVM 361.

55. Tal limite, contudo, não tem sequer como ser alcançado no presente caso, haja vista a declarada resolução por parte de Arla em não alienar as ações de sua titularidade na OPA da Companhia, o que impossibilitaria à Ofertante adquirir qualquer quantidade de ações na oferta.

56. Com isso, a Companhia estaria apta a sair daquele segmento especial de governança corporativa, sem que os seus acionistas minoritários tivessem a seu favor o evento de liquidez que a OPA para saída do NM de Vigor pretende oferecer.

57. Por todas essas características, entendemos estarmos diante de um caso mais simples de concluirmos pela concessão da dispensa dos limites de 1/3 e 2/3 de que tratam os incisos I e II do art. 15 da Instrução CVM 361, quando comparado com os precedentes mencionados no parágrafo 50 acima, pois:

(i) Vigor já fora objeto de OPA anterior (em janeiro de 2014), quando seu controlador adquiriu 50.917.322 das 51.281.432 ações em circulação visadas naquela oferta, quantidade superior à fração de 2/3 das ações em circulação à época;

(ii) apesar de Vigor ter passado por aumento de capital (em fevereiro de 2015), após a realização da OPA supramencionada, aumentando, em consequência, a quantidade de ações de sua emissão em circulação, tais ações foram predominantemente subscritas e integralizadas por Arla (conforme os números constantes do parágrafo 51 (vi) e (vii) acima), entrante na sociedade como acionista minoritária que já formalizou compromisso de não alienar suas ações na OPA para Saída do NM da Companhia; e

(iii) afora as características mencionadas nos itens (i) e (ii) imediatamente acima, o presente caso não apresenta fato novo que não já fora observado nos precedentes em que o Colegiado da CVM concedera tal dispensa, conforme expostos no parágrafo 50 deste Memorando.

58. Ademais, cabe ressaltar que, desde o primeiro precedente analisado pelo Colegiado da CVM sobre pleito dessa natureza (dispensa dos limites de 1/3 e 2/3 do art. 15 da Instrução CVM 361 em caso de OPA para saída de segmento diferenciado de governança corporativa), esta “área técnica solicitou que, em situações semelhantes ao caso sob análise, a dispensa referente ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, prevista no art. 35 da Instrução 361/02, fosse automática, desde que atendidos os requisitos exigidos”, conforme se verifica do precedente da OPA de Quattor Petroquímica S.A. (Processo CVM nº RJ-2008-9658), mencionado acima.

59. Naquele caso, o Colegiado da CVM *“deliberou não conceder, no [naquele] momento, a dispensa automática, pois não há [havia] precedentes de casos semelhantes, sendo conveniente que a apreciação de tais pedidos continue [continuasse] a ser submetida ao Colegiado e, somente depois de experiência acumulada, avaliar nova solicitação da área técnica no sentido de simplificar a apreciação de pedidos semelhantes ao presente caso”*, conforme consta daquela decisão.

60. Entretanto, após aquele caso da OPA de Quattor Petroquímica S.A., houve outras situações de OPA para saída do Nível 2 ou do Novo Mercado, já destacadas nos precedentes acima (parágrafo 50 acima).

61. Há que se considerar, ainda, outro precedente que envolvia OPA unificada para a saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro, em que o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente à unificação das ofertas, nos termos do § 2º do art. 34 da Instrução CVM 361, bem como dispensou os limites de aquisição, com base no que preceitua o art. 35 da mesma Instrução.

62. Referimo-nos, mais especificamente, à OPA unificada de Redentor Energia S.A. para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro, tratada no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-9648, em que o Colegiado deliberou nos seguintes termos de sua decisão datada de 29/01/2013:

“Trata-se de apreciação de pedido de unificação de ofertas públicas de aquisição de ações (“OPA”) de emissão Redentor Energia S.A. (“Companhia” ou “Redentor”), formulado pela Parati S.A. – Participações em Ativos de Energia Elétrica (“Ofertante”), por intermédio do Banco Bradesco BBI S.A. (“Instituição Intermediária” ou “Bradesco BBI”), nos termos do § 2º do art. 34 da Instrução 361/02.

A unificação visa atender às seguintes modalidades de OPA:

- i. para cancelamento de seu registro de companhia aberta, nos termos do art. § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76; e*
- ii. para saída do Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBovespa.*

Em sua manifestação, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE opinou favoravelmente ao pedido, por considerar atendidos os dispostos no §2º do art. 34 da Instrução 361/02 e tendo em vista diversos precedentes do Colegiado que autorizaram a unificação em

situações análogas.

O Colegiado, com base no exposto no Memo/SRE/GER-1/Nº 08/2013 e em linha com os precedentes, deliberou, por unanimidade, autorizar a realização da OPA Unificada de Redentor e a dispensa dos limites de aquisição de 1/3 e 2/3 das ações em circulação de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361/02, caso não seja alcançado o quórum de sucesso para o cancelamento de registro da Redentor Energia S.A.” (grifo nosso)

63. O que chama a atenção no precedente da OPA unificada de Redentor Energia S.A., quanto à concessão da dispensa dos limites supramencionados é que, de fato, o disposto no art. 35 da Instrução CVM 361 prevê a possibilidade de a CVM “*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 (...)*”.

64. Entretanto, ressalta o inciso I do mesmo dispositivo: “*desde que tais ofertas não impliquem cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários*”.

65. Entretanto, como foi visto no precedente da OPA unificada de Redentor Energia S.A., a decisão do Colegiado da CVM pela dispensa dos limites de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, a despeito da ressalva constante do inciso I do art. 35 da mesma Instrução, teve como base o “*exposto no Memo/SRE/GER-1/Nº 08/2013 e (...) os precedentes*”.

66. Cabe ressaltar, contudo, que a manifestação favorável da SRE à dispensa dos limites de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, no caso da OPA unificada de Redentor Energia S.A. supramencionado, teve como base a decisão do Colegiado da CVM, datada de 06/11/2012, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-5652, que ratificou entendimento quanto à possibilidade de formulação de uma única oferta, visando cumulativamente ao cancelamento de registro de companhia aberta e à saída de tais segmentos (Nível 2 e Novo Mercado), bem como quanto à dispensa dos referidos limites.

67. Ou seja, a despeito da ressalva constante do inciso I do art. 35 da Instrução CVM 361, quanto à possibilidade de dispensa dos referidos limites, “*desde que tais ofertas não impliquem cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários*”, o Colegiado da CVM já havia manifestado entendimento de que “*em situações excepcionais pode afastar a incidência das limitações impostas pelo art. 15 da Instrução CVM 361/02 em OPAs Unificadas que visem tanto à Saída de Nível quanto ao Cancelamento de Registro*”, em precedente anterior ao da OPA unificada de Redentor Energia S.A.

68. Tal precedente, tratado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-5652 supramencionado, dizia respeito a uma consulta formulada por esta área técnica ao Colegiado da CVM, quanto à possibilidade de realização de uma única OPA (OPA Unificada) que visasse, cumulativamente, ao cancelamento de registro de companhia aberta e à sua saída de segmento especial de negociação de valores mobiliários da BM&FBovespa.

69. Nossa consulta, por sua vez, fora motivada por reclamações de investidores no âmbito de dois pedidos de registro de OPA Unificadas que envolviam essas finalidades, à época, a saber: (i) a OPA Unificada de NET Serviços de Comunicação S.A. (para cancelamento de registro e para saída do Nível 2 da BM&FBovespa); e (ii) a OPA Unificada de Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A. (para cancelamento de registro e para saída do Novo Mercado da BM&FBovespa).

70. Tais OPA Unificadas (de NET Serviços de Comunicação S.A. e de Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A.), quando efetivamente ocorreram, acabaram não visando cumulativamente às finalidades pretendidas inicialmente. Entretanto, o tema da referida unificação (para cancelamento de registro e para saída do Novo Mercado da BM&FBovespa) fora tratado pelo Colegiado da CVM, que decidiu nos seguintes termos constantes da ata da decisão datada de 06/11/2012:

“Trata-se de consulta formulada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE quanto à possibilidade de realização de uma única oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) que vise, cumulativamente, ao cancelamento de registro de companhia aberta (“Cancelamento de Registro”) e à saída de nível de listagem que assegura práticas diferenciadas de governança corporativa (“Saída de Nível”).

Revedo o posicionamento anteriormente esposado pela própria área técnica e pelo Colegiado, a SRE propôs que a concessão de registro para uma OPA Unificada que vise ao Cancelamento de

Registro e à Saída de Nível passe a ser condicionada à formulação de uma oferta que mantenha as condições mais protecionistas de cada uma das modalidades de OPA que o ofertante pretender aglutinar. Segundo a área técnica, a unificação das OPAs para Cancelamento de Registro e Saída de Nível que não atendam a tais condições podem servir como mecanismo de pressão aos acionistas minoritários, coagindo-os a aceitar os termos da oferta ainda que não concordassem com o preço que lhes foi ofertado.

A Relatora Ana Novaes apresentou voto discordando do posicionamento da SRE. Acompanhando os precedentes da autarquia a respeito da matéria, a Relatora entendeu que a unificação das OPAs para Cancelamento de Registro e Saída de Nível pode ser aprovada ainda que a Oferta Unificada preveja procedimentos diferenciados para cada uma das modalidades aglutinadas, desde que observados no caso concreto o atendimento aos dois requisitos impostos pelo §2º do art. 34 da Instrução CVM 361/02 (compatibilização de procedimento e ausência de prejuízos aos minoritários).

Com relação à suposta coerção que decorreria da unificação das OPAs para Cancelamento de Registro e Saída de Nível, a Relatora observou que a pressão aos minoritários decorre das regras de listagem do Nível 2 e do Novo Mercado, e subsistem ainda que as ofertas sejam realizadas separadamente. A Relatora observou, ainda, que no cenário em que o ofertante já tomou a decisão de promover o Cancelamento de Registro e a Saída de Nível e decide não realizar uma oferta unificada, o ofertante estaria obrigado a divulgar, nos documentos relacionados à primeira OPA, a sua intenção de realizar a segunda OPA.

A Relatora ressaltou que tanto o Cancelamento de Registro quanto a Saída de Nível somente podem ser realizados se forem do interesse da companhia. No contexto de uma OPA Unificada, o interesse social deve suportar cada uma das modalidades que se pretende aglutinar. Por fim, ressaltou a importância dos deveres fiduciários dos administradores e as obrigações de transmitir as informações relevantes de modo verdadeiro, tempestivo, completo e preciso.

Acompanhando o voto da Relatora Ana Novaes e em linha com os precedentes, o Colegiado entendeu ser possível autorizar a realização de uma única OPA visando ao Cancelamento de Registro e à Saída de Nível, desde que satisfeitos os requisitos previstos no §2º do art. 34 da Instrução CVM 361/02. O Colegiado entendeu, ainda, que em situações excepcionais pode afastar a incidência das limitações impostas pelo art. 15 da Instrução CVM 361/02 em OPAs Unificadas que visem tanto à Saída de Nível quanto ao Cancelamento de Registro.” (grifo nosso)

71. Tendo em vista o que expusemos até aqui, entendemos ser razoável retornar à nossa solicitação feita em 2008, no âmbito da OPA de Quattor Petroquímica S.A. (Processo CVM nº RJ-2008-9658), precedente mencionado no parágrafo 3.18.(iii) acima, quanto à possibilidade de que “*em situações semelhantes ao caso sob análise, a dispensa referente ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, prevista no art. 35 da Instrução 361/02, fosse automática, desde que atendidos os requisitos exigidos.*”

72. Reiteramos que à época, o Colegiado da CVM deliberou “*não conceder, no momento, a dispensa automática*”, pela ausência de precedentes, tendo considerado, contudo, a possibilidade de, “*depois de experiência acumulada, avaliar nova solicitação da área técnica no sentido de simplificar a apreciação de pedidos semelhantes ao presente caso*”.

73. Entretanto, destacamos que: (i) a OPA para saída do NM de Vigor, ora analisada, é o quarto caso vivenciado de pedido de dispensa dos limites de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361 para esse tipo de oferta, sem contar com os precedentes de OPA unificada que incluíam a oferta para saída de segmento especial da BM&FBovespa (Nível 2 ou Novo Mercado); (ii) a despeito das diferentes características de cada caso, todos obtiveram a concessão da referida dispensa por parte do Colegiado da CVM; e (iii) parece não fazer sentido a imposição de limites de aquisição nesse tipo de OPA, por sua finalidade de oferecer um evento de liquidez para os acionistas minoritários, quando da saída (deslistagem) de companhia dos referidos segmentos.

74. Mais precisamente, por ora, nossa solicitação não seria pela dispensa automática dos limites de aquisição de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, para os casos futuros, a exemplo do que fizemos em 2008, no âmbito da OPA de Quattor Petroquímica S.A. (Processo CVM nº RJ-2008-9658). A proposta é de que solicitemos ao Colegiado da CVM a delegação de poderes à SRE para decidir sobre esse tema em casos futuros de OPA para saída dos segmentos especiais de negociação da BM&FBovespa, seja do Nível 1, que pode ocorrer por força do Estatuto Social da companhia objeto, seja do Nível 2 ou do Novo Mercado, conforme preceituam seus respectivos Regulamentos, ainda que tais ofertas sejam unificadas com outras

modalidades, desde que, por óbvio, tais unificações sejam submetidas e aprovadas pelo Colegiado da CVM, nos termos do § 2º do art. 34 da Instrução CVM 361.

75. A proposta é de que solicitemos ao Colegiado da CVM a delegação de poderes à SRE para decidir sobre esse tema em casos futuros de OPA para saída dos segmentos especiais de negociação da BM&FBovespa, seja do Nível 1, que pode ocorrer por força do Estatuto Social da companhia objeto, seja do Nível 2 ou do Novo Mercado, conforme preceituam seus respectivos Regulamentos, ainda que tais ofertas sejam unificadas com outras modalidades, desde que, por óbvio, tais unificações sejam submetidas e aprovadas pelo Colegiado da CVM, nos termos do § 2º do art. 34 da Instrução CVM 361.

V - Conclusão

76. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do Processo em referência ao Superintendente Geral (“SGE”), solicitando que o presente caso seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando que, com base no art. 35 da Instrução CVM 361, somos favoráveis a que a OPA para saída do Novo Mercado de Vigor Alimentos S.A. seja dispensada da observância aos limites de 1/3 e 2/3 previstos no art. 15 da Instrução CVM 361, nos termos constantes deste Memorando.

77. Por fim, propomos ainda que seja solicitada ao Colegiado da CVM a delegação de poderes à SRE para decidir sobre a dispensa à observância dos limites de aquisição de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, em casos futuros de OPA para saída dos segmentos especiais de negociação da BM&FBovespa, seja do Nível 1, que pode ocorrer por força do Estatuto Social da companhia objeto, seja do Nível 2 ou do Novo Mercado, conforme preceituam seus respectivos Regulamentos, ainda que tais ofertas sejam unificadas com outras modalidades, desde que, por óbvio, tais unificações sejam submetidas e aprovadas pelo Colegiado da CVM, nos termos do § 2º do art. 34 da Instrução CVM 361.

Atenciosamente,

Ricardo Maia da Silva
Gerente de Registros 1

Ao

SGE, de acordo com a manifestação do GER-1.

Atenciosamente,

Reginaldo Pereira de Oliveira
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

[1] Apesar de as ações de titularidade de Arla serem ações em circulação, as mesmas não serão objeto da presente OPA, conforme o esclarecimento prestado no parágrafo 2.2 deste Memorando.

[2] O item 11.2 do Regulamento do Novo Mercado estabelece: “11.2 - *Oferta pelo Acionista Controlador. Quando a saída da Companhia do Novo Mercado ocorrer para que os valores mobiliários por ela emitidos passem a ter registro para negociação fora do Novo Mercado, o Acionista Controlador deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, no mínimo, pelo respectivo Valor Econômico, a ser apurado na forma prevista na Seção X deste Regulamento, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis. A notícia da realização da oferta pública deverá ser comunicada à BM&FBovespa e divulgada ao mercado imediatamente após a realização da assembleia*

geral da Companhia que houver aprovado a referida saída.”

[3] Ressaltamos que a faculdade de conceder a dispensa às obrigações do artigo 15 da Instrução CVM nº 361/02, conforme previsto no artigo 35 da referida Instrução, já foi utilizada diversas vezes por esta D. CVM em casos semelhantes, tais como (i) Processo CVM nº RJ2014-6527; (ii) Processo CVM nº RJ2014-4394; (iii) Processo CVM nº RJ2012-9648; (iv) Processo CVM nº RJ2012-5652; e (v) Processo CVM nº RJ2008-9658.



Documento assinado eletronicamente por **Ricardo Maia da Silva, Gerente**, em 03/07/2015, às 12:35, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Reginaldo Pereira de Oliveira, Superintendente de Registro**, em 03/07/2015, às 12:56, 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 **0033572** e o código CRC **54C04D02**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.homolog.cvm/conferir_autenticidade, and inputting the Código Verificador **0033572** and the Código CRC **54C04D02**.*