



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 70/2015-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 11 de novembro de 2015.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Pedido de Reconsideração de decisão do Colegiado da CVM - OPA por alienação de controle de Somos Educação S.A. - Processo CVM nº RJ-2015-8340

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de expediente protocolado na CVM em 22/10/2015, referente a pedido de reconsideração de decisão do Colegiado da CVM (“Pedido de Reconsideração”) que, em reunião datada de 29/09/2015, acompanhou entendimento da SRE manifestado por meio do Memorando nº 58/2015/CVM/SRE/GER-1, na esfera de recurso contra determinação desta Superintendência, no âmbito do pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações ordinárias (“OPA” ou “Oferta”) por alienação de controle de Somos Educação S.A. (“Companhia”), companhia listada no Novo Mercado da BM&FBovespa.

2. Mais especificamente, o Colegiado da CVM decidiu que: “(i) o preço por ação ofertado na OPA deve corresponder à média ponderada dos diferentes valores pagos pelas respectivas quantidades de ações em cada época (07.08.2014, 02.04.2015 e 04.05.2015), corrigidos pela taxa SELIC desde a data de cada aquisição até a data da liquidação financeira do leilão; e (ii) a data de 02.04.2015 deve ser considerada como o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para os fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado”, conforme se depreende da leitura da ata da referida reunião transcrita abaixo:

“RECURSO CONTRA DECISÃO DA SRE - OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE DE SOMOS EDUCAÇÃO S.A. - THUNNUS PARTICIPAÇÕES S.A. – PROC. RJ2015/8340

Reg. nº 9867/15

Relator: SRE/GER-1

Trata-se de recurso interposto pela Thunnus Participações S.A. (“Ofertante”) contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE referente ao preço por ação a ser praticado no âmbito da oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) por alienação de controle de Somos Educação S.A. (“Companhia”), atual denominação de Abril Educação S.A., lançada em atendimento ao art. 254-A da Lei nº 6.404/1976 (“Recurso”).

Segundo a SRE, a transferência do controle da Companhia teria resultado de uma série de aquisições de ações do bloco de controle em 07.08.2014, 02.04.2015 e 04.05.2015, de modo que o preço por ação ofertado na OPA

deveria corresponder à média ponderada dos diferentes valores pagos pelas respectivas quantidades de ações em cada época, corrigidos pela taxa SELIC desde a data de cada aquisição até a data da liquidação financeira do leilão.

No Recurso, o Ofertante alega que o valor ofertado deveria ser ajustado pela taxa SELIC desde 02.04.2015, data de pagamento da segunda parcela do preço de compra das ações, quando, no seu entender, se deu efetivamente a transferência de controle da Companhia, até a data da liquidação financeira do leilão. Ademais, o Ofertante informa que, quando da primeira aquisição, não tinha a intenção de adquirir o controle da Companhia.

Após análise do Recurso, a SRE ratificou o seu entendimento por meio do Memorando nº 58/2015-CVM/SER/GER-1, reiterando que a operação de alienação de controle compreendeu três etapas, independente de ter havido ou não a intenção do Ofertante de adquirir o controle da Companhia quando de sua primeira aquisição de ações, em 07.08.2014. Acrescentou, ainda, que a “data da aquisição do Poder de Controle”, expressão utilizada no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado, deveria ser considerada 02.04.2015, quando a Ofertante realizou a segunda aquisição de ações, tornando-se efetivamente o controlador da Companhia.

O Colegiado, acompanhando a área técnica, deliberou, por unanimidade, pelo indeferimento do Recurso e manutenção do entendimento de que (i) o preço por ação ofertado na OPA deve corresponder à média ponderada dos diferentes valores pagos pelas respectivas quantidades de ações em cada época (07.08.2014, 02.04.2015 e 04.05.2015), corrigidos pela taxa SELIC desde a data de cada aquisição até a data da liquidação financeira do leilão; e (ii) a data de 02.04.2015 deve ser considerada como o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para os fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado.” (grifo nosso)

3. Nesse sentido, cabe ressaltar que o Pedido de Reconsideração diz respeito especificamente à deliberação (ii) da referida Decisão, qual seja: “(ii) a data de 02.04.2015 deve ser considerada como o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para os fins do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado^[1]”.

4. Conforme será visto em detalhes na Seção “II. Alegações da Ofertante”, a mesma argumenta que a deliberação (ii) acima teria deixado de levar em consideração a função da regra prevista no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, “à luz dos bens jurídicos que tal norma visa tutelar”.

5. Em seu entendimento, nos casos em que há duas etapas na alienação de controle, sendo que na primeira ocorre a celebração de contratos (*signing*) e na segunda a efetiva consumação dos atos previstos na primeira (*closing*), a data da primeira etapa é que deveria servir de referência para a aplicação da regra prevista no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, pois é naquela data que a operação é divulgada ao mercado, não havendo sentido em se estender tal regra protetiva para após aquele momento, como no caso de se considerar a data da segunda etapa.

6. Cabe ressaltar que o Pedido de Reconsideração foi encaminhado primeiramente ao Colegiado da CVM, que o despachou, juntamente com o Processo em epígrafe, a esta Superintendência, para que nos manifestássemos sobre o mesmo.

7. Ademais, da primeira leitura do pleito em questão, observando se tratar de interpretação quanto à aplicação de dispositivo constante do Regulamento do Novo Mercado, encaminhamos à BM&FBovespa solicitação de manifestação quanto ao tema em tela, sendo que a mesma protocolou sua resposta em 06/11/2015, a qual encontra-se integralmente transcrita na seção III do presente Memorando.

8. A partir de agora, descreveremos então, na Seção “I. Breve Histórico do Processo CVM nº RJ-2015-8340”, de forma sucinta, um histórico do presente Processo, o qual tratou do recurso contra a decisão da SRE, e agora trata do Pedido de Reconsideração.

9. Em seguida, teremos as seguintes Seções: “II. Alegações da Ofertante”, “III. Considerações da BM&FBovespa”, “IV. Nossas Considerações” e, finalmente, “V. Conclusão”.

10. Apenas como informação adicional, destacamos que o histórico do Processo CVM nº RJ-2015-3002, que trata do pedido de registro da Oferta, encontra-se descrito no MEMO/SRE/GER-1/Nº 58/2015 (fls. 52 a 65 do presente Processo), por meio do qual submetemos o recurso supramencionado ao Colegiado da CVM, conforme comentamos no parágrafo 1º acima.

I. Breve Histórico do Processo CVM nº RJ-2015-8340

11. Em 04/08/2015, a Ofertante interpôs recurso (fls. 01 a 25), com requerimento de efeito suspensivo, contra decisão desta Superintendência, que, por meio do Ofício nº 117/2015/CVM/SRE/GER-1 (encaminhado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2015-3002 e com cópia às fls. 48 a 50 do presente Processo), ratificou seu entendimento de que o preço por ação a ser praticado na OPA correspondesse *“à média ponderada dos diferentes valores pagos pelas respectivas quantidades de ações em cada época (etapa), corrigido pela taxa SELIC desde a data de cada aquisição até a data da liquidação financeira do leilão.”*

12. Ainda no âmbito do referido recurso, a Ofertante requereu, de forma subsidiária, *“que a CVM confirme [confirmasse] que a data-base a partir da qual será [seria] aplicável o período de 6 meses mencionado no item 8.2 do Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa passe [passasse] a ser 07/08/2014 e não 02/04/2015.”*

13. Em 06/08/2015, já no âmbito do presente Processo, encaminhamos o Ofício nº 123/2015/CVM/SRE/GER-1 (fl. 28), comunicando: (i) a manutenção do entendimento desta área técnica, quanto à necessidade do ajuste de preço da Oferta, conforme constou do Ofício nº 117/2015/CVM/SRE/GER-1 e que, dessa forma, o recurso seria encaminhado à apreciação do Colegiado da CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03 (“Deliberação CVM 463”); e (ii) o efeito suspensivo da decisão de indeferimento do pedido de registro da OPA, pelo não atendimento ao Ofício nº 117/2015/CVM/SRE/GER-1, até que o Colegiado da CVM decidisse o sobre o tema.

14. Em 22/09/2015, encaminhamos o referido recurso ao SGE, por meio do Memorando nº 58/2015/CVM/SRE/GER-1 (fls. 52 a 65), solicitando que o mesmo fosse submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE como relatora.

15. Em 29/09/2015, o Colegiado da CVM apreciou o recurso, tendo negado o seu provimento, acompanhando o entendimento desta área técnica, conforme vimos no preâmbulo do presente Memorando.

16. Em 03/10/2015, encaminhamos à Ofertante o Ofício nº 172/2015/CVM/SRE/GER-1, (fls. 70 e 71), comunicando sobre a decisão do Colegiado da CVM de 29/09/2015 e solicitando: (i) o aprimoramento dos documentos da OPA, a fim de que refletissem a referida decisão; e (ii) o encaminhamento do contrato de intermediação, devidamente firmado, e do comprovante de aprovação do leilão referente à Oferta emitido pela BM&FBovespa.

17. Em 16/10/2015, a Ofertante protocolou expediente solicitando prorrogação do prazo para atendimento ao Ofício nº 172/2015/CVM/SRE/GER-1 (originalmente 16/10/2015) para até 30/10/2015, pleito que aprovamos em 19/10/2015, por meio do Ofício nº 182/2015/CVM/SRE/GER-1 (fl. 86).

18. Em 22/10/2015, a Ofertante protocolou na CVM expediente com o Pedido de Reconsideração em tela, o qual conta ainda com requerimento de efeito suspensivo em relação ao cumprimento das exigências constantes do Ofício nº 172/2015/CVM/SRE/GER-1, nos termos do inciso V da Deliberação CVM 463.

19. Em 28/10/2015, a Chefe de Gabinete da Presidência da CVM (CGP) encaminhou o referido Pedido de Reconsideração à SRE, para ciência e adoção das providências cabíveis.

20. Em 29/10/2015, enviamos o Ofício nº 187/2015/CVM/SRE/GER-1, comunicando: (i) que o Pedido de Reconsideração será encaminhado à apreciação do Colegiado da CVM, em analogia ao que

preceitua o inciso III da Deliberação CVM 463; e (ii) que o prazo para atendimento às exigências constantes do Ofício nº 172/2015/CVM/SRE/GER-1 encontra-se suspenso desde 22/10/2015, e somente voltará a fluir após a análise do mérito do pleito em questão pelo Colegiado da CVM, caso esse não decida diversamente.

21. Em 29/10/2015, encaminhamos o Ofício nº 189/2015/CVM/SRE/GER-1 à BM&FBovespa, solicitando a apresentação de fundamentação sobre a aplicabilidade do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, bem como seu entendimento sobre qual data deveria ser considerada como a data de aquisição do “Poder de Controle” especificamente para a aplicação do referido dispositivo no presente caso.

22. Em 06/11/2015, a BM&FBovespa protocolou expediente com resposta ao Ofício supra, manifestando entendimento de que em operações de alienação de controle acionário em que temos em um primeiro momento, a contratação de alienação de controle (*signing*), seguida de efetiva transferência das respectivas ações (*closing*), o marco a ser considerado para os efeitos da aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado “*deverá ser aquele em que a assimetria informacional deixa de existir, o que ocorre [no presente caso] no momento da divulgação da operação ao mercado realizada após a contratação da alienação de controle (signing)*”.

II. Alegações da Ofertante

23. A Ofertante fundamenta o presente Pedido de Reconsideração na forma transcrita abaixo, com os grifos originais:

“(…) nos termos da Deliberação CVM nº 463/03, da decisão proferida pelo Colegiado da CVM em 07 de outubro de 2015 (“**Decisão**”), que entendeu o que segue:

(i) o preço por ação ofertado na oferta pública de aquisição de ações ordinárias de emissão da Somos Educação S.A. (“**Companhia**” ou “**Somos**”), em virtude de alienação de controle (“**OPA**”) nos termos do artigo 254-a da Lei nº 6.404/76, do Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa do segmento de listagem da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“**BM&FBOVESPA**”) denominado “Novo Mercado” (“**Regulamento Novo Mercado**”) e do Estatuto Social da Companhia deve corresponder à média ponderada dos diferentes valores pagos na aquisição das respectivas quantidades de ações em cada data de aquisição pela Ofertante, ajustados pela variação da SELIC desde a data de cada aquisição e até a data da liquidação financeira do leilão; e

(ii) a data de 02.04.2015 deve ser considerada como o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado.

I. Breve Histórico Processual, Decisão da SRE, Decisão da CVM e Admissibilidade deste Pedido

1. Sem prejuízo do histórico contido no Recurso da Ofertante contra a decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE (“**SRE**”), constante do Ofício nº 117/2015/CVM/SRE/GER-1 (“**Ofício 3**”) datado de 27 de julho de 2015 e no relatório da SRE adotado pela Decisão, em apertada síntese, os fatos que antecederam a Decisão que é objeto deste pedido podem ser resumidos da seguinte forma:

2. Em 08/02/2015 (“**Data de Assinatura**”) a Ofertante celebrou contrato vinculante (“**Contrato**”) por meio do qual se ajustou a aquisição, pela Thunnus, da totalidade das ações de emissão da Companhia que eram de titularidade dos antigos controladores da Companhia (“**Operação**”). A

celebração do Contrato foi divulgado ao mercado por meio de fato relevante divulgado em 09/02/2015. Após aprovação do CADE e a verificação de outras condições, a Operação foi concluída em 02/04/2015 (“**Data de Fechamento**”), tendo protocolado em 08/04/2015 pedido de registro da OPA perante a CVM em decorrência da alienação do controle da Companhia.

3. No curso do processo de registro da OPA, a SRE formulou exigências acerca da metodologia de cálculo do preço da OPA no que se refere ao ajuste pela taxa SELIC. Tais exigências foram feitas em três ocasiões, através do Ofício N° 76/2015/CVM/SRE/GER-1 datado de 08/05/2015 (“**Ofício 1**”) e do Ofício N° 91/2015/CVM/SRE/GER-1 datado de 18/06/2015 (“**Ofício 2**”). Em cada uma destas oportunidades a Ofertante se manifestou, tendo apresentado razões pelas quais considerava que o entendimento da SRE em relação à forma de cálculo e atualização do preço da OPA pela taxa SELIC não era o mais correto e solicitado a reconsideração da SRE. A posição da SRE foi mantida no Ofício 3, já mencionado acima – em resposta a um recurso com pedido de reconsideração por parte da Ofertante protocolado em 06/07/2015.

4. Note-se que o Ofício 3 tratou unicamente da metodologia de cálculo do preço por ação da OPA vis-à-vis o ajuste pela Taxa SELIC e não abordou a interpretação da norma contida no item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado.

5. Em 04/08/2015 a Ofertante protocolou recurso contra a decisão da SRE comunicada no Ofício 3 (“**Recurso do Ofício 3**”), o que, diante da manutenção da posição da SRE, gerou a instauração do Processo CVM n° 2015-8340, e foi encaminhado para apreciação do Colegiado da CVM, culminando na Decisão.

6. A SRE encaminhou o Recurso do Ofício 3 ao Colegiado para apreciação juntamente com o Memorando n° 58/2015-CVM/SRE/GER-1 (“**Memorando**”) por ela preparado relatando os fatos ocorridos no âmbito do processo de registro da OPA bem como as razões que levaram a SRE a adotar a posição descrita no Ofício 3.

7. O Memorando também abordou a questão da interpretação da norma contida no item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado em dois momentos: à uma no item 73 do Memorando e à duas no item 97, na conclusão do Memorando, ambos transcritos abaixo:

“73. Ou seja, nosso entendimento é de que, caso o Colegiado da CVM decida que a alienação de controle da Companhia se deu em etapas, com os eventos de aquisição de ações feita pela Ofertante em 07/08/2014 e 02/04/2015, cumulativamente, a “data de aquisição do Poder de Controle”, expressão usada no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado para efeito de aplicação de sua regra, seja considerada em 02/04/2015, quando a Ofertante fez a segunda aquisição de ações, tornando-se efetivamente controladora da Companhia.”

“VI. Conclusão

97. [...] (ii) caso o Colegiado da CVM concorde com o entendimento manifestado no item (i) acima, a “data da aquisição do Poder de Controle”, expressão usada no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado para efeito de

aplicação de sua regra, deve ser considerada 02/04/2015, quando Thunnus Participações S.A. fez a segunda aquisição de ações, tornando-se efetivamente a controladora da Somos Educação S.A.”

8. O tema da regra contida no item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado não foi objeto de análise mais detalhada no Memorando.

9. Em 29.09.2015, o Colegiado ratificou a conclusão da SRE acerca de tal regra contida no Regulamento do Novo Mercado, sendo o respectivo trecho da Decisão transcrito a seguir:

“[...] a data de 02.04.2015 deve ser considerada como o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para os fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado.”

10. Após ter sido comunicada da Decisão em 07.10.2015, a Ofertante protocolou pedido para a obtenção de cópias do processo CVM nº 2015-8340 e obteve acesso ao Memorando em 16/10/2015. O objetivo de tal pedido foi buscar entender as razões pelas quais a CVM havia adotado a posição de que a data-base para fins da regra do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado deveria ser de 02/04/2015 (Data de Fechamento) e não 08/02/2015 (Data de Assinatura). Pois apenas quando foi comunicada da Decisão é que a Ofertante tomou ciência, pela primeira vez, de que o tema estava sendo discutido e apreciado no âmbito do referido processo, consistindo um dos principais objetos de deliberação pelo Colegiado da CVM.

11. Ocorre que, apesar de tal tema ter passado a ser abordado pela CVM a partir do Memorando (e, portanto, após o Recurso do Ofício 3 que consistiu na última manifestação escrita da Ofertante no âmbito do referido processo antes da Decisão pelo Colegiado), (i) a Ofertante não teve a oportunidade de se manifestar adequadamente acerca de tal questão; e (ii) nem o Memorando nem a Decisão apresentaram os fundamentos detalhados ou razões pelas quais a CVM resolveu adotar tal interpretação em relação à regra acima referida contida no Regulamento do Novo Mercado.

12. Por isso, nos estritos limites do pedido de reconsideração que, nos termos da Deliberação 463/03, visa a apreciar alegações de “omissão, obscuridade ou inexatidões materiais na decisão, contradição entre a decisão e os seus fundamentos, ou dúvida na sua conclusão”, para que eles sejam devidamente corrigidos, passa-se a, respeitosamente, demonstrar que o Colegiado incorreu nas seguintes omissões:

(1) deixou de fundamentar as razões pelas quais entende que a data-base para fins da aplicação da norma prevista no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado deve corresponder à data da transferência das ações objeto da operação de alienação de controle (*closing*) (no caso em tela a Data de Fechamento) e não à data de celebração do contrato vinculante que regula os termos da operação de alienação de controle (*signing*) (no caso da Ofertante, a Data de Assinatura) – sendo esta última data o momento da primeira divulgação ao mercado e o público em geral da celebração de um negócio vinculante de alienação de controle da Companhia;

(2) deixou de levar em consideração a função da regra prevista no item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado, à luz dos bens jurídicos que tal

norma visa tutelar; e

(3) não esclareceu se a interpretação adotada pela CVM com relação ao item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado deve ser aplicável a participantes do mercado em outros casos, constituindo precedente para quaisquer operações envolvendo outras companhias que venham a acontecer no futuro.

II. Oportunidade de Manifestação e Omissão da Decisão

(1) Oportunidade de Manifestação acerca da Função do Item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado

13. À Ofertante não foi dada a chance de se manifestar acerca da interpretação da regra referente ao ressarcimento de acionistas que tenham alienado suas ações em bolsa previamente a uma aquisição de controle, nos termos do Regulamento do Novo Mercado. Aproveitando a oportunidade de solicitar esclarecimentos por parte da CVM nos termos deste pedido, a Ofertante, respeitosamente, gostaria de ressaltar os seguintes pontos, que julga importante quando da avaliação da CVM quanto à possível ocorrência de omissão em parte da Decisão.

14. Um dos princípios fundamentais adotados pelo Novo Mercado é o tratamento igualitário dos acionistas de Companhias que tenham aderido a tal segmento no contexto de ofertas públicas de aquisição em razão de alienação de controle. O objetivo é que, diante de tal situação, todos os acionistas não controladores tenham a oportunidade de alienar as suas ações pelo mesmo preço e nas mesmas condições^[2], evitando distorções no preço em virtude de assimetria de informações e circunstâncias que sejam propícias à coerção de tais acionistas no âmbito de uma oferta pública.

15. Existem mecanismos de aquisição de controle que podem frustrar tal preceito, tal como a denominada “escalada acionária em bolsa de valores” que consiste na aquisição progressiva, em bolsa de valores de ações de emissão de uma companhia até que seja atingido um número suficiente de ações que assegure o poder de controle ao adquirente em questão.^[3] Tal mecanismo é repellido pelo ordenamento jurídico de certos países, dentre os quais França^[4] e Estados Unidos, neste último caso através do *Williams Act* que, dentre outras regras, enquanto uma oferta voluntária para aquisição de controle esteja em curso, proíbe a aquisição de ações de forma privada durante o período de uma oferta e determina que o preço a ser pago aos destinatários de uma oferta seja o maior preço pago pelo ofertante a qualquer acionista no decorrer da oferta, ou seja, em caso de aumento de preço, tal preço deve ser estendido a todos os acionistas que tenham alienado ações em bolsa previamente.^[5]

16. O objetivo é assegurar um tratamento igualitário aos acionistas não controladores de uma companhia enquanto há processo de aquisição de seu controle acionário em curso, e, portanto, subsistência de imperfeições em relação à formação de preço e disponibilidade de informações para que os acionistas não controladores possam tomar decisões em relação à venda de suas ações.

17. Tais regras de proteção dos acionistas são bastante similares ao mecanismo previsto no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado^[6] que estabelece que o adquirente de controle deve ressarcir acionistas que tenham alienado ações em bolsa no período de 6 meses que antecederem

à “data de aquisição do Poder de Controle” sujeita a determinadas condições suspensivas.

18. O cerne da questão que é objeto deste pedido de esclarecimento é justamente a determinação do significado de “data de aquisição do Poder de Controle” conforme previsto em tal item 8.2(ii). Uma leitura sem contexto poderia levar à interpretação de que, em qualquer caso, tal expressão se refere à data em que efetivamente ocorrer a transferência de ações cujo resultado seja o adquirente se tornar controlador da companhia em questão. Contudo, esta interpretação afasta o real propósito desta regra, ficando desvirtuado o seu objetivo dentro da sistemática das regras de proteção de acionistas propostas pelo Regulamento do Novo Mercado e havendo distopia em relação ao bem jurídico que esta norma visa tutelar.

19. Como veremos adiante, especificamente no caso de operações de alienação de controle que estejam sujeitas a determinadas condições suspensivas (de forma que o negócio jurídico ocorre em duas etapas: (a) a celebração dos contratos vinculantes que o regulam – comumente denominado “*signing*” e (b) a consumação dos atos que constituem seu objeto – comumente denominado “*closing*”), após análise da função de tal item 8.2(ii) dentro da sistemática de proteções e garantias destinadas aos acionistas não controladores em meio a um processo de alienação de controle, a conclusão natural é de que a data que deve servir de referência para aplicação de tal norma é a data de celebração do negócio jurídico (ou *signing*) quando normalmente ocorre o primeiro anúncio ao mercado de que há uma operação de alienação de controle em curso.^[7]

20. O objetivo maior da regra prevista em tal item 8.2(ii) é fazer contraponto ao processo de escalada acionária mencionado acima, conforme explica Roberta Nioac Prado^[8]:

“Já o Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, por seu turno, prevê expressamente o remédio jurídico para os casos em que o adquirente fizer uso inicialmente da escalada em bolsa e, posteriormente de contratação particular de compra de ações celebrada com o acionistas controlador, nos termos do seu Regulamento de Listagem no item 8.2^[9].”

21. Assim, no caso de operações em dois passos, estaríamos esvaziando a norma de seu sentido, no caso de interpretarmos tal regra de forma que “data de aquisição do Poder de Controle” - a partir da qual é determinado o período de seis meses durante o qual os acionistas não controladores fazem jus ao ressarcimento lá previsto – corresponda à data em que ocorrer conclusão (fechamento/*closing*) e não à data em que ocorre o anúncio da celebração (*signing*) de uma operação privada de alienação de controle.

22. Ora, se o referido item 8.2(ii) é justamente um remédio para processos de escalada acionária, tal proteção se insere em circunstâncias em que enquanto o mercado ignora a existência da intenção de aquisição do controle proposta por um terceiro e em que condições tal controle deve ser adquirido, especialmente com relação ao preço e forma de aquisição.

23. Uma vez que uma operação privada de alienação de controle é divulgada ao mercado, passa a haver plena informação ao mercado de diversos aspectos de tal operação, dentre os quais o preço de aquisição,

as partes envolvidas e os principais termos e condições da operação, bem como sobre a formulação de oferta pública de aquisição. Em outras palavras, os acionistas que tenham negociado suas ações em bolsa previamente ao anúncio de tal operação de alienação de controle (que usualmente é o anúncio da celebração do contrato vinculante que regula os termos de tal operação) o terão feito sem ter conhecimento de diversas informações relevantes. Diferentemente do acionista que negociar suas ações em bolsa após o anúncio da referida operação hipotética de alienação de controle, que o terá feito à luz de diversas informações igualmente relevantes. Tal situação pode gerar preços desiguais e outras distorções relevantes, **de forma que o item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado deve tutelar o acionista menos informado** (ou seja, o acionista que negociou ações em bolsa desconhecendo os termos da operação de alienação de controle que viria a ser celebrada posteriormente).

24. Para exemplificar, usando o caso concreto da Ofertante objeto da Decisão: (i) em 09/02/2015, foi anunciada a celebração do Contrato, sendo informando o preço por ação, que se tratava de instrumento vinculante, e descrevendo termos e condições para a aquisição das ações que eram de titularidade dos antigos controladores da Companhia que seria concluída posteriormente; e (ii) em 02/04/2015 foi concluída a operação com a transferência das ações nos mesmos termos do Contrato já divulgados anteriormente, sem qualquer modificação.

25. Assim, segundo a Decisão (a despeito da ausência de fundamentação específica), a expressão “data de aquisição do Poder de Controle” prevista no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado em sua literalidade corresponderia ao fechamento, ocorrido em 02/04/2015, o que resultaria em distorções relevantes, conforme abordado ao longo deste pedido.

26. Não nos parece fazer sentido que o Regulamento do Novo Mercado (1) se preocupe em proteger e ressarcir um acionista que, de posse das informações divulgadas em 09/02/2015, especialmente o preço a ser praticado na OPA e em uma situação de plena simetria de informações, decide vender suas ações em bolsa por preço inferior ao preço a ser praticado em OPA; *enquanto* (2) deixa de proteger e ressarcir um acionista que desconhecia as informações referentes à operação de aquisição de controle e negociou suas ações em bolsa previamente a 09/02/2015 desconhecendo as circunstâncias de uma operação que viria a ser celebrada posteriormente.^[10]

27. Tal situação feriria alguns dos princípios básicos que o a legislação e regulamentação aplicável, bem como Novo Mercado visa a preservar, tais como o tratamento igualitário entre acionistas, assegurar a simetria de informações públicas e evitar mecanismos que possam resultar em coerção ou afetar a capacidade de os acionistas destinatários decidirem livremente a adesão a uma oferta pública.

28. Por isso, no caso de uma operação de alienação de controle que é realizada em dois passos (*signing/closing*) de forma privada, parece-nos que, para fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado, a expressão “data de aquisição do Poder de Controle” deve corresponder à data em que a operação for anunciada pela primeira vez ao mercado (ou *signing*).

29. Foi em prol deste mesmo princípio da isonomia de tratamento que tal

mecanismo foi alterado quando da reforma do regulamento do novo mercado que entrou em vigor em 10/05/2011 conforme ilustrado pela tabela abaixo. O objetivo era aperfeiçoar o mecanismo de forma a assegurar o tratamento igualitário entre acionistas destinatários de uma oferta, de forma que não fossem ressarcidos apenas aqueles acionistas que houvessem alienado ações diretamente ao ofertante (como ocorreu no caso da GVT-Vivendi abordado no item “2” a seguir), mas sim todos os acionistas que houvessem alienado ações em bolsa de valores no respectivo período de seis meses.

Linguagem Original	Linguagem Alterada	Justificativa da <u>BM&FBovespa</u>
<p><u>8.2. Aquisição de Controle por meio de Aquisições Sucessivas.</u> Aquele que já detiver ações da Companhia e que venha a adquirir o Poder de Controle da mesma, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a:</p> <p>(i) efetivar a oferta pública referida no item 8.1; e</p> <p>(ii) ressarcir os acionistas de quem tenha comprado ações em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da Alienação de Controle, a quem deverá pagar a diferença entre o preço pago ao Acionista Controlador Alienante e o valor pago em bolsa, por ações da Companhia neste período, devidamente atualizado.</p>	<p><u>8.2. Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações.</u> Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador titular de mais de 50% (cinquenta por cento) do capital social da Companhia, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a:</p> <p>(i) efetivar a oferta pública referida no item 8.1; e</p> <p>(ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à <u>BM&FBovespa</u> operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos.</p>	<p>Aprimoramento da redação do dispositivo nos seguintes pontos:</p> <p>a) <u>compatibilização</u> desta regra de aquisição de controle com a Seção IX que trata da OPA por <u>atingimento</u> de participação relevante; e</p> <p>b) <u>detalhamento</u> da obrigação do Adquirente de pagar a diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle.</p>

(2) Caso Vivendi - GVT

30. O caso da aquisição de controle da GVT Holding S.A. (“**GVT**”) pela Vivendi S.A. (“**Vivendi**”) foi objeto de diversos processos no âmbito da CVM, e, apesar de ter ocorrido anteriormente à alteração do Regulamento do Novo Mercado que alterou a redação do seu item 8.2(ii) e apresentar algumas particularidades que o tornam diferente do caso da aquisição de controle da Companhia pela Thunnus, este precedente pode ser bastante útil na ilustração de alguns pontos abordados ao longo deste pedido.

31. A GVT - uma companhia de telecomunicações que não possuía acionista controlador majoritário à época - foi objeto de disputa pública entre Vivendi e a Telecomunicações de São Paulo S.A. - Telesp (“**Telesp**”) pela aquisição de seu controle societário.

32. Após disputas públicas entre a Telesp e Vivendi nas quais a primeira chegou a lançar oferta pública voluntária para a aquisição de controle, em 13.11.2009 (“**Data de Anúncio**”), a GVT divulgou fato relevante informando que a Vivendi (a) teria celebrado naquela data contrato de compra e venda de ações com os antigos acionistas controladores da GVT

para aquisição de 29,9% do capital social da GVT, a R\$56,00, por ação; (b) teria adquirido de terceiros 8% do capital social da GVT; (c) teria celebrado opções de compra com terceiros que lhe confeririam o direito de comprar 19,6% do capital social da GVT; (d) passaria a deter 53,7% do capital social total da GVT, se fossem exercidas as opções; e (e) realizaria a OPA obrigatória prevista no art. 254-A da Lei nº 6.404, de 1976;

33. Em 01.12.09 (“**Data de Fechamento GVT**”), a Vivendi divulgou que havia adquirido mais 5% do capital da GVT e que passou a ser titular de 50,9% do capital social da GVT.

34. O estatuto social da GVT continha a previsão de reembolso similar ao item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado, aos acionistas que houvessem vendido suas ações em bolsa nos 6 meses anteriores à data da alienação do controle, da diferença entre o valor pago aos acionistas e o valor pago ao controlador (art. 42).

35. O edital da oferta pública da GVT também continha tal previsão (item 6.3) razão pela qual em análise anterior a SRE havia entendido que o art. 42 do Estatuto Social teria sido devidamente observado (Processo RJ2009-12019).

36. Segundo o edital da oferta pública, a Vivendi iria pagar aos acionistas dos quais houvesse comprado ações em bolsa de valores nos seis meses anteriores a 13 de novembro de 2009 (portanto, Data de Anúncio o que equivaleria ao conceito de *signing* aborado ao longo deste pedido) a diferença entre o preço pago a cada acionista alienante e o pago aos antigos acionistas controladores atualizado até o momento do pagamento pela variação positiva do IPCA, nos termos do artigo 42 do Estatuto Social da GVT.

37. A discussão acerca do ressarcimento de acionistas que alienaram suas posições em bolsa previamente à Data de Anúncio estava pautada na redação do artigo 42 do Estatuto Social (que essencialmente replicava a redação do antigo item 8.2 do Regulamento Novo Mercado, que para fins de nosso exercício de comparação é equivalente à nova redação do item 8.2 no que se refere ao conceito de data-base para referência do período de seis meses da regra de ressarcimento).

38. Assim, transportarmos o raciocínio descrito anteriormente quanto à forma de interpretação da regra prevista no novo item 8.2(ii) para o caso da GVT/Vivendi, parece-nos que todos os argumentos em defesa da adoção da data de anúncio (*signing*) como data-base para aqueles fins ficam corroborados na medida em que tal regra cumpriria de forma mais plena seus objetivos. Para tanto, basta considerarmos que os acionistas que foram tutelados e, portanto, ressarcidos, no caso GVT/Vivendi foram aqueles que realizaram negociações nos seis meses anteriores à Data de Anúncio, visto que desconheciam completamente os termos e condições para a aquisição de controle da GVT, que passou a ser regulada através de contratos vinculantes celebrados e divulgados na Data de Anúncio. A efetiva aquisição do controle majoritário pela Vivendi apenas ocorreu cerca de 20 dias após tal data, na Data de Fechamento GVT.

39. A Data de Anúncio equivale ao conceito de data de *signing* conforme descrito anteriormente, visto que (1) foi a primeira divulgação ao mercado comunicando a celebração de contratos definitivos; e (2) apenas com a divulgação dos termos e condições do negócio celebrado entre

Vivendi e GVT é que o mercado em geral tomou conhecimento do preço praticado em tal operação.

40. Pelas razões acima, o caso GVT/Vivendi reforça o entendimento segundo o qual o real objetivo da norma prevista no Regulamento do Novo Mercado é constituir mecanismo de proteção para acionistas que negociem suas ações em bolsa em períodos que antecedam os primeiros anúncios ao mercado de alienação de controle de companhias abertas. A norma em questão em nada agrega ou protege os acionistas que negociem suas ações em bolsa após a primeira divulgação ao mercado da celebração de contratos que regulem a alienação de controle, pois os preços informados em tais anúncios quase que invariavelmente passam a balizar a cotação das ações da companhia em questão e a partir de tal momento já há obrigações de amplo *disclosure* acerca do negócio de alienação de controle em curso^[11].

(3) CONCLUSÕES E PEDIDOS

41. Tais fatos impactam diretamente a Decisão do Colegiado objeto deste pedido de reconsideração, na medida em que (1) evidenciam o esvaziamento do sentido da norma prevista no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado quando aplicada conforme a interpretação expressa na Decisão; (2) ressaltam aspectos da controvérsia acerca da interpretação de tal norma que deixaram de ser abordados e debatidos na Decisão e nos posicionamentos da área técnica; e (3) ilustram a relevância do tema para diversos tipos de operações de aquisição de controle, não se limitando ao caso da Ofertante e da Companhia, sendo importante uma clara orientação por parte da CVM com relação à interpretação da norma em questão que deve ser adotada de maneira geral em outros casos futuros.

42. Caso o Colegiado concorde com a interpretação defendida ao longo desde pedido, solicita-se, respeitosamente, a retificação da omissão em sua Decisão inicial, e o esclarecimento quanto à sua aplicabilidade a outros casos. Solicita-se, ainda, a avaliação da conveniência de se determinar que a interpretação trazida pela nova decisão (qualquer que seja) passe se aplicar apenas a operações futuras e subsequentes a tal decisão final em prol de uma maior segurança jurídica e previsibilidade para os participantes do mercado.

43. Por fim, informa-se que nesta data se solicitará efeito suspensivo à Decisão, de modo a preservar a efetividade deste pedido.”

III. Considerações da BM&FBovespa

24. Tendo em vista o teor do presente Pedido de Reconsideração, o qual refere-se a dispositivo normativo elaborado pela BM&FBovespa, encaminhamos Ofício àquela instituição solicitando manifestação quanto à aplicabilidade do dispositivo em questão, a qual transcrevemos abaixo:

Fazemos referência ao Ofício nº 189/2015/CVM/GER-1 (“Ofício CVM”), relativo a pedido de reconsideração apresentado por Thunnus Participações S.A. (“Thunnus”) contra decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (“Decisão”) de 29/09/2015, a qual negou provimento a recurso interposto por Thunnus contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários, no âmbito de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações ordinárias por

alienação de controle da Somos Educação S.A. (“Companhia”).

Em atendimento ao Ofício CVM, servimo-nos da presente para, tendo em vista a deliberação (ii) da citada Decisão[12], manifestar o entendimento da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA”) a respeito (i) da interpretação do item 8.2 (ii)[13] do Regulamento de Listagem do Novo Mercado (“Regulamento do Novo Mercado”); e (ii) do marco a ser considerado (*signing* ou *closing*), **no presente caso**, para efeitos da aplicação do mencionado dispositivo do Regulamento do Novo Mercado. (grifo nosso)

O item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado estabelece a obrigação de o adquirente do poder de controle pagar quantia equivalente à diferença entre o preço praticado em operação de alienação de controle e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 meses anteriores à data da aquisição do poder de controle àqueles que venderam suas ações nas mesmas sessões de negociação em que o futuro adquirente do poder de controle realizou compras dessas ações.

A referida obrigação tem por objetivo tutelar situação em que poderia haver um benefício por parte do adquirente do poder de controle – tendo em vista assimetria informacional que poderia reduzir o custo total da aquisição de controle – a partir de anteriores aquisições de ações efetuadas em bolsa por preço inferior ao praticado na operação de alienação.

Neste sentido, em que pese a redação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, que impõe a referida obrigação na hipótese de aquisições realizadas nos “(...) 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle (...)” corroboramos o entendimento sustentado por Thunnus no pedido de reconsideração, de que, a depender da estrutura da operação de alienação de controle, uma interpretação literal do dispositivo pode não se alinhar à finalidade da regra.

Dessa forma, em operações de alienação de controle acionário consubstanciadas, em um primeiro momento, pela contratação da alienação de controle (*signing*), seguida de posterior verificação de condições e efetiva transferência das respectivas ações (*closing*), o marco a ser considerado para os efeitos da aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado deverá ser aquele em que a assimetria informacional deixa de existir, o que ocorre no momento da divulgação da operação ao mercado realizada após a contratação da alienação de controle (*signing*).

Assim, entendemos que, **no caso concreto**, a referência para aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado deve ser 09/02/2015, data da divulgação do fato relevante por meio do qual a Companhia tornou públicas as informações pertinentes a alienação de seu controle acionário, inclusive o preço por ação. (grifo nosso)

Interpretação no sentido de que o prazo de 6 meses constante do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado deveria ser contado a partir da data da efetiva transferência das ações, conforme constante da Decisão, representaria, a nosso ver, um importante prejuízo à regra acima mencionada, na medida em que:

(i) estaria, de um lado, impondo a obrigação a um período em que não mais existe a assimetria informacional, beneficiando economicamente acionistas que, no momento em que alienaram suas ações, já tinham

conhecimento da contratação da alienação de controle, dos principais termos da operação e, conseqüentemente, do preço da futura OPA a ser realizada pelo adquirente do controle; e

(ii) poderia deixar de capturar período em que houve benefício, a partir de assimetria informacional, sem promover qualquer compensação econômica aos acionistas que venderam suas ações em momento no qual as informações ainda não eram conhecidas.

Sem prejuízo de tais considerações, em linha com o constante aprimoramento das regras previstas nos Regulamentos dos Segmentos Especiais da BM&FBOVESPA, em especial do Novo Mercado, serão avaliados ajustes ao referido item 8.2 (ii), de modo a evitar eventual ambigüidade de interpretação.

[...]

IV. Nossas Considerações

25. Preliminarmente, ao analisarmos as alegações apresentadas pela Ofertante no Pedido de Reconsideração, cabe esclarecer que o pleito em tela foi embasado nos termos do item IX da Deliberação CVM 463, conforme transcrito abaixo:

“IX - A requerimento de membro do Colegiado, do Superintendente que houver proferido a decisão recorrida, ou do próprio recorrente, o Colegiado apreciará a alegação de existência de erro, omissão, obscuridade ou inexatidões materiais na decisão, contradição entre a decisão e os seus fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, corrigindo-os se for o caso, sendo o requerimento encaminhado ao Diretor que tiver redigido o voto vencedor no exame do recurso, no mesmo prazo previsto no item I, e por ele submetido ao Colegiado para deliberação.”

26. Segundo a Ofertante, o Colegiado da CVM teria incorrido nas seguintes omissões, no âmbito da decisão datada de 29/09/2015:

“(1) deixou de fundamentar as razões pelas quais entende que a data-base para fins da aplicação da norma prevista no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado deve corresponder à data da transferência das ações objeto da operação de alienação de controle (closing) (no caso em tela a Data de Fechamento) e não à data de celebração do contrato vinculante que regula os termos da operação de alienação de controle (signing) (no caso da Ofertante, a Data de Assinatura) – sendo esta última data o momento da primeira divulgação ao mercado e o público em geral da celebração de um negócio vinculante de alienação de controle da Companhia;

(2) deixou de levar em consideração a função da regra prevista no item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado, à luz dos bens jurídicos que tal norma visa tutelar; e

(3) não esclareceu se a interpretação adotada pela CVM com relação ao item 8.2(ii) do Regulamento Novo Mercado deve ser aplicável a participantes do mercado em outros casos, constituindo precedente para quaisquer operações envolvendo outras companhias que venham a acontecer no futuro.”

27. Antes de passarmos à análise do mérito do pleito em questão, cabe tecermos alguns esclarecimentos a respeito do embasamento apresentado pela Ofertante para subsidiá-lo, conforme se verifica da leitura

dos 3 itens expostos acima.

28. Primeiramente, caley ressaltar que a definição da data-base para fins de aplicação do disposto no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado só veio à tona quando da interposição de recurso contra a decisão da SRE, que solicitou a atualização do valor por ação no âmbito do pedido de registro da OPA, conforme mencionamos no parágrafo 11 acima.

29. Naquela ocasião, a Ofertante solicitou que a data-base para aplicação do disposto no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado fosse 07/08/2014 (e não 02/04/2015, como havia entendido a SRE), nos seguintes termos:

“De forma subsidiária e unicamente no caso de a SRE não reconsiderar a Posição da SRE, e, caso aplicável, o Colegiado da CVM também decida por mantê-la, a Ofertante pede que a CVM confirme que a data-base a partir da qual será aplicável o período de 6 meses mencionado no item 8.2 do Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa passe a ser 07/08/2014 e não 02/04/2015. Desta forma a Ofertante não seria obrigada a ressarcir, nos termos de tal regulamento, as pessoas de quem adquiriu ações de emissão da Companhia nos 6 meses anteriores a 02/04/2015, mas sim as pessoas de quem tiver adquirido ações nos 6 meses anteriores a 07/08/2014.”

30. Sobre esse ponto, cabe relembrar o entendimento desta área técnica, o qual foi acompanhado pelo Colegiado da CVM na decisão datada de 29/09/2015, de que a alienação de controle da Companhia deve ser vista como um conjunto de operações que contou com três etapas, quais sejam:

(i) em 07/08/2014, quando a Ofertante efetivou a aquisição de 32.880.263 ações ordinárias e 19.142.468 ações preferenciais, ao valor de R\$ 11,67 por ação;

(ii) em 02/04/2015, quando a Ofertante efetivou a aquisição de 33.594.740 ações ordinárias, ao valor de R\$ 12,33 por ação, além de ter efetivado o pagamento de R\$ 0,67 por ação adquirida em 07/08/2014; e

(iii) em 04/05/2015, quando a Ofertante efetivou a aquisição de 20.557.367 ações ordinárias, ao valor de R\$ 12,33 por ação.

31. Ademais, a despeito de a alienação de controle da Companhia ter se configurado nas três etapas supramencionadas, concluímos à época que a data que deveria ser considerada como aquela em que houve a aquisição do Poder de Controle, para fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado, era 02/04/2015, quando a Ofertante fez a segunda aquisição, tornando-se detentora de quantidade de ações que garantiram o efetivo controle da Companhia, e não 07/08/2014, conforme solicitava a Ofertante.

32. O Colegiado da CVM, por sua vez, acompanhou esta área técnica e deliberou pelo indeferimento do recurso da Ofertante e manutenção do entendimento da SRE, conforme expusemos no parágrafo 2º acima.

33. Dessa forma, com essa breve recapitulação dos fatos, verifica-se que a discussão que se deu a respeito da data-base para aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado não considerou, nem pela SRE, muito menos pela Ofertante, a possibilidade de se utilizar a data da assinatura dos contratos que resultaram na efetiva alienação de controle da Companhia (*signing*), qual seja, 09/02/2015.

34. Assim, somente com o Pedido de Reconsideração é que a Ofertante trouxe fundamentações e precedentes para que a definição da data-base a ser utilizada para fins de aplicação do disposto no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado não seja a data de 02/04/2015, mas sim 09/02/2015 (e não mais 07/08/2014, conforme solicitava a Ofertante na interposição de seu recurso).

35. Portanto, apenas agora, com base nas fundamentações apresentadas pela Ofertante no âmbito do Pedido de Reconsideração, podemos nos manifestar de forma devida sobre as alegadas omissões relatadas no parágrafo 26 acima, o que faremos a seguir.

36. Primeiramente, vale recapitular o que prevê o item 8.2 do Regulamento do Novo Mercado:

“8.2 Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a:

(i) efetivar a oferta pública referida no item 8.1; e

*(ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à **data da aquisição do Poder de Controle**, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos.”* (grifo nosso)

37. Ademais, sobre a tutela pretendida pelo item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, cabe ressaltar trecho da manifestação da BM&FBovespa em real interpretação autêntica, constante da seção III do presente memorando, com a qual concordamos:

“O item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado estabelece a obrigação de o adquirente do poder de controle pagar quantia equivalente à diferença entre o preço praticado em operação de alienação de controle e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 meses anteriores à data da aquisição do poder de controle àqueles que venderam suas ações nas mesmas sessões de negociação em que o futuro adquirente do poder de controle realizou compras dessas ações.

A referida obrigação tem por objetivo tutelar situação em que poderia haver um benefício por parte do adquirente do poder de controle – tendo em vista assimetria informacional que poderia reduzir o custo total da aquisição de controle – a partir de anteriores aquisições de ações efetuadas em bolsa por preço inferior ao praticado na operação de alienação.” (grifo nosso)

38. Como se vê, na essência, o dispositivo em questão tem por objetivo compensar possíveis prejuízos causados a detentores de ações em circulação, por conta da assimetria informacional existente entre eles e o adquirente do controle de companhia listada no Novo Mercado.

39. Conforme prevê o referido dispositivo, estipulou-se que tal assimetria estaria presente nos 6 meses que antecederem a data da aquisição do Poder de Controle, cabendo, dessa forma, o ressarcimento aos acionistas que venderam suas ações em bolsa, naquele período, por valor inferior àquele fechado com o antigo controlador na operação de alienação de controle (caso o adquirente do controle tenha realizado aquisição de ações nos mesmos dias).

40. Assim, nota-se que a atribuição de “data da aquisição do Poder de Controle”, como a data-base para se definir o período no qual acionistas devem ser reembolsados por terem alienado suas ações a valor inferior ao preço praticado na alienação de controle, visa justamente atender ao objetivo supramencionado, qual seja, evitar que um acionista aliene suas ações enquanto o adquirente do controle adquire ações em bolsa, pouco antes de ser levado a público a alienação de controle de uma companhia, a qual resultaria na realização de uma OPA em condições mais favoráveis.

41. Portanto, levando-se em conta a tutela pretendida com o dispositivo em comento, a nosso ver, pode haver uma interpretação subjetiva quanto à definição de “data da aquisição do Poder de Controle”, de forma que venha a cumprir com sua finalidade de realmente prover um tratamento adequado no que se refere à assimetria informacional, a qual se estipulou existir nos 6 meses que antecedem o fechamento

de uma operação de alienação de controle.

42. Também nos parece ser esse o entendimento da BM&FBovespa, que é a entidade responsável pela elaboração do Regulamento do Novo Mercado, conforme trecho da manifestação constante da seção III do presente Memorando, nos seguintes termos:

“(...)em que pese a redação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, que impõe a referida obrigação na hipótese de aquisições realizadas nos ‘(...) 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle (...)’ corroboramos o entendimento sustentado por Thunnus no pedido de reconsideração, de que, a depender da estrutura da operação de alienação de controle, uma interpretação literal do dispositivo pode não se alinhar a finalidade da regra.”

43. Logo, para o presente caso, entendemos que, de posse dos argumentos trazidos no Pedido de Reconsideração, bem como dos argumentos apresentados pela BM&FBovespa, uma análise criteriosa possa ser feita para tratar da definição da “data da aquisição do Poder de Controle” que melhor atenda à finalidade prevista no Regulamento do Novo Mercado.

44. Voltando à análise das especificidades do caso concreto, cabe lembrar que a alienação de controle da Companhia, conforme descrita no parágrafo 30 acima, ocorreu por meio de três etapas de aquisição de ações.

45. Na segunda etapa, concretizada em 02/04/2015, é que, juntamente com a primeira etapa concretizada em 07/08/2014, houve a aquisição de quantidade de ações que efetivamente garantiu à Ofertante o controle da Companhia.

46. Não obstante, conforme se depreende da documentação que instruiu o pedido de registro de Oferta, essa segunda etapa de aquisição de ações passou por momentos diferentes, quais sejam:

(i) Em 14/11/2014, a Ofertante apresentou Proposta Indicativa e não-vinculante (fls. 17 a 18) aos antigos controladores da Companhia (“Bloco AbrilPar”), propondo a aquisição do restante de suas ações pelo preço de R\$ 12,33 por ação, o que, em conjunto com a aquisição de ações realizada em 07/08/2014, representaria a aquisição, pela Ofertante, da totalidade das ações de controle da Companhia e, conseqüentemente, a alienação de seu controle.

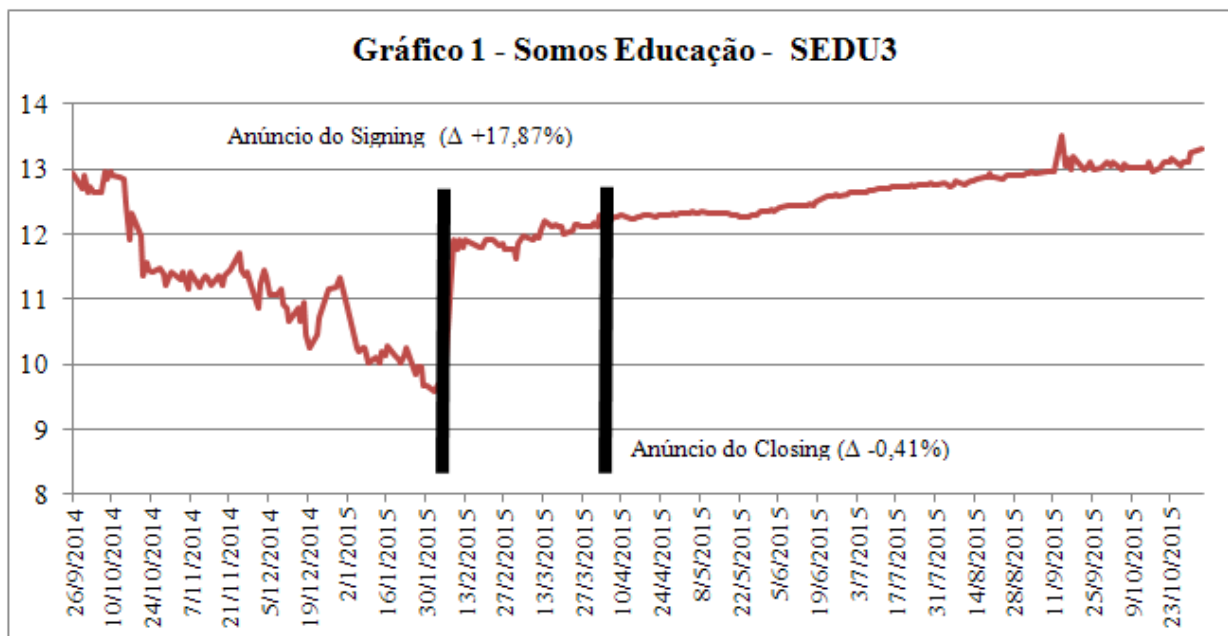
Tal proposta não foi divulgada ao público à época. Ademais, por ser não-vinculante, não importaria obrigação de sua conclusão por parte da Ofertante;

(ii) Em 08/02/2015, a Ofertante e o Bloco AbrilPar assinaram aditivo (*signing*) ao contrato de compra de ações que tratou da aquisição da primeira operação de alienação de ações da Companhia. Em tal aditivo, ficou acertada a alienação do restante das ações do Bloco AbrilPar em duas etapas adicionais (2ª e 3ª etapas) e o compromisso da Ofertante em realizar a OPA por alienação de controle, assim que fosse concluída a transação. Tal operação foi divulgada ao mercado por meio de Fato Relevante, em 09/02/2015 (fls. 35 a 37); e

(iii) Em 02/04/2015, a 2ª etapa supramencionada foi efetivada (*closing*), com a transferência de ações do Bloco AbrilPar para a Ofertante e a conseqüente liquidação financeira da operação. Tal operação foi divulgada por meio de Comunicado ao Mercado naquela mesma data (fls. 38 e 39).

47. Das etapas descritas acima, verifica-se que o segundo momento (*signing*), ocorrido em 08/02/2015, e divulgado ao mercado em 09/02/2015, parece ter sido mais importante para os titulares de ações em circulação, do ponto de vista informacional quanto à concretização da alienação de controle da Companhia, do que o terceiro momento, qual seja, o *closing*, em que houve a efetiva aquisição das ações, a qual já estava contratada desde o *signing*.

48. De forma a subsidiar nossa análise, apresentamos abaixo o gráfico com as cotações de fechamento das ações da Companhia negociadas na BM&FBovespa, de 26/09/2014 a 23/10/2015:



49. Da leitura do gráfico acima, verifica-se que há duas indicações: a primeira diz respeito ao pregão seguinte à divulgação do Fato Relevante que comunicou o *signing* da operação (09/02/2015), enquanto a segunda refere-se ao pregão seguinte ao Comunicado ao Mercado que deu ciência do *closing* da operação (02/04/2015).

50. Considerando o exposto acima, percebe-se claramente que a divulgação do *signing* da operação teve efeito imediato na cotação das ações. No dia de sua divulgação, as ações da Companhia fecharam com valorização de 17,87%, subindo de R\$ 10,09 para R\$ 11,90, vindo a se aproximar do preço de R\$ 12,33, que fora o preço de aquisição anunciado.

51. Tal diferença entre o preço anunciado e o preço no qual as ações passaram a ser negociadas no mercado pode eventualmente ser explicado pelo desconhecimento com relação à data exata em que ocorreria o *closing*, data essa que o mercado talvez tenha arbitrado como sendo a partir da qual seria aplicada a atualização do preço da OPA em sua futura liquidação. Dessa forma, pode ter-se aplicado um desconto no preço da operação (R\$ 12,33) de modo que as cotações fossem subindo gradativamente até atingir o referido patamar no momento em que houvesse o fechamento da operação (*closing*).

52. Conforme se depreende ainda da análise do gráfico em questão, no dia seguinte à divulgação do *closing* da operação (02/04/2015), as ações da Companhia fecharam em queda de -0,41%, saindo de R\$ 12,29 para R\$ 12,24, ou seja, sem grandes alterações por conta do referido evento, e a partir daí continuaram a ser transacionadas no patamar do preço da OPA, como já vinha sendo observado desde o *signing*.

53. Assim, considerando a tutela pretendida pelo item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, conforme já discutimos acima, parece-nos razoável que se considere, para fins específicos de sua aplicação no caso concreto, a “data da aquisição do Poder de Controle” como sendo 09/02/2015, ou seja, o *signing*, dado que a partir dessa data o mercado encontrou-se plenamente informado sobre a operação, a qual tinha caráter vinculante, dada a documentação firmada desde aquele momento.

54. Em relação à data de 02/04/2015, que anteriormente havíamos definido como a data a ser considerada para fins de aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, entendemos agora, após análise criteriosa da tutela pretendida pelo dispositivo em questão vis a vis as especificidades do caso concreto, que a mesma não poderia ser considerada como data-base para fins de aplicação do referido dispositivo, tendo em vista que o acionista que alienou suas ações após 09/02/2015 o fez ciente da alienação de controle da Companhia, já contratada, e da OPA vindoura.

55. Portanto, parece-nos razoável que a Ofertante não esteja obrigada a ressarcir acionistas que operaram em bolsa cientes das mudanças societárias a serem efetivadas na Companhia.

56. Logo, concordamos com o entendimento da Ofertante de que o item 8.2 (ii) do Regulamento do

Novo Mercado deve tutelar o acionista menos informado, ou seja, aquele que alienou ações sem saber os termos da operação de alienação de controle da Companhia que viria a ser celebrado e tornado público posteriormente.

57. Ademais, para além da análise restrita quanto à aplicabilidade do referido item do Regulamento do Novo Mercado, a Ofertante, em suas alegações, mencionou ainda um precedente referente ao Pedido de Unificação de OPA de GVT Holding S.A. (Processo nº RJ-2009-11570), o qual foi deliberado pelo Colegiado da CVM em 23/03/2010.

58. Aquele caso tratou da unificação da OPA de GVT Holding S.A. (“GVT”), por alienação de controle, para cancelamento de registro, por aumento de participação e para saída do Novo Mercado.

59. Naquela ocasião, o Estatuto Social da GVT contava com dispositivo similar ao constante no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado à época, conforme podia ser visto no inciso II do art. 42 do referido Estatuto.

60. O Colegiado da CVM à época deferiu o pedido de unificação daquela OPA, acompanhando o Memo/SRE/GER-1/52/10, por meio do qual foi destacado que “*a Vivendi [Ofertante daquela OPA] irá pagar aos acionistas dos quais tenha comprado ações em bolsa de valores nos 6 meses anteriores a **13 de novembro de 2009** (data da alienação de controle da Companhia) a diferença entre o preço pago a cada acionista alienante e o pago aos acionistas controladores (R\$ 56,00) atualizado até o momento do pagamento pela variação positiva do IPCA, em cumprimento ao disposto no inciso II do art. 42 do estatuto social da Companhia.*” (grifo nosso)

61. A data em questão, 13/11/2009, foi a data em que a GVT divulgou que seu controle havia sido alienado à Vivendi S.A. Não obstante, naquela data, a Vivendi S.A. teria de fato apenas firmado contratos derivativos, por meio dos quais viria efetivamente a assumir o controle de GVT no mês seguinte.

62. Assim, conforme alega a Ofertante, a CVM considerou a data do *signing* de tais operações (13/11/2009) como a data-base para o ressarcimento a acionistas que teriam alienado suas ações sem ter conhecimento da alienação de controle de GVT, para efeito de cumprimento do disposto no inciso II do art. 42 de seu Estatuto Social.

63. Após o *signing*, mesmo durante o período em que não havia ainda ocorrido a efetivação das transações societárias previstas, não houve a tutela do acionista que alienou ações, pois aquele acionista que ocasionalmente o fez, após a data de divulgação das referidas operações, atuou sabendo da operação de alienação de controle (sobre a qual havia a informação de que já teria sido contratada).

64. Dessa forma, reconhecemos que o precedente em questão reforça o entendimento de que a tutela prevista pelo item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado depende da correta definição da “data de aquisição do Poder de Controle”, levando-se em conta, para tal, as características do caso concreto.

65. De volta ao presente caso, cabe ressaltar as seguintes características existentes no mesmo, que fundamentam nosso entendimento de que a data de 09/02/2015 (*signing*) deve ser considerada como data-base para aplicação do referido dispositivo:

(i) a data do *signing* representou a efetiva assinatura de contrato vinculante de aquisição de ações, sendo imediatamente divulgada, com o referido preço das transações, por meio de Fato Relevante, dando pleno conhecimento ao mercado da operação, o que se refletiu, conforme visto no Gráfico 1 acima, na cotação das ações da Companhia; e

(ii) o *closing* da operação só dependia de certas condições suspensivas usuais nesse tipo de transação, não dependendo, a princípio, de situações que pudessem reverter ou modificar a operação por pura liberalidade de uma das partes.

66. Assim, propomos a reforma da decisão do Colegiado da CVM de 29/09/2015, por meio da qual, acompanhando o entendimento desta área técnica, deliberou que a data de 02/04/2015 fosse considerada como aquela em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para os fins do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado, passando a ser considerada a data de 09/02/2015 para aplicação do referido dispositivo.

67. A Ofertante pleiteia, ainda, no Pedido de Reconsideração, o esclarecimento sobre a aplicabilidade do presente entendimento a outros casos e também a avaliação da conveniência de se determinar que a interpretação trazida pela decisão que prosperar do referido pleito passasse a se aplicar apenas a operações futuras e subsequentes, em prol de uma maior segurança jurídica e previsibilidade para os participantes no mercado.

68. Em relação a esses pontos, entendemos que as peculiaridades de cada alienação de controle deverão ser analisadas, para então se determinar, caso a caso, qual seria a data-base para efeito de aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado.

69. Tal análise deverá levar em conta, juntamente com as características de cada operação, o objetivo principal do referido dispositivo, qual seja, a efetiva tutela da assimetria informacional existente entre o adquirente do controle e os detentores de ações em circulação, no período que antecede, na essência, o fechamento da operação de alienação de controle, conforme fizemos no presente caso.

70. Sobre esse ponto, inclusive, cabe mencionar uma passagem constante da manifestação da BM&FBovespa, transcrita na seção III do presente Memorando, por meio da qual fica claro o entendimento de que utilizar a data do *signing* para efeito de aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado faria sentido considerando as características do presente caso:

*“Assim, entendemos que, **no caso concreto**, a referência para aplicação do item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado deve ser 09/02/2015, data da divulgação do fato relevante por meio do qual a Companhia tornou públicas as informações pertinentes a alienação de seu controle acionário, inclusive o preço por ação.”* (grifo nosso)

V. Conclusão

71. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Pedido de Reconsideração da decisão do Colegiado da CVM datada de 29/09/2015 (“Decisão”) à SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, nos termos do inciso IX da Deliberação CVM 463, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, sugerindo:

(i) a reforma de parte da Decisão, de modo a reconhecer que a data-base para aplicação, ao presente caso, do disposto no item 8.2 (ii) do Regulamento do Novo Mercado é 09/02/2015, e não 02/04/2015, como havia sido decidido; e

(ii) o reconhecimento de que deve haver uma análise criteriosa das características de cada caso concreto para se definir a data para aplicação do referido dispositivo, de modo a garantir a tutela por ele pretendida.

Atenciosamente,

(assinado eletronicamente por)
GUSTAVO LUCHESE UNFER
ANALISTA GER-1

(assinado eletronicamente por)
RAUL CORDEIRO DE CAMPOS
GERENTE DE REGISTROS - 1

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

(assinado eletronicamente por)
DOV RAWET
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

[1] Regulamento do Novo Mercado. Item 8.2 Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a:

[....]

(ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos.

[2] PRADO, Roberta Nioac – Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S.A. – *Tag Along* – São Paulo: Quartier Latin, 2005, pag 63.

[3] PRADO, Roberta Nioac, op. cit, pag 70.

[4] Neste sentido v. OHL, Daniel. *Droit des Sociétés Cotées*. 3 ed. Paris: Litec, 2008, pag. 279

[5] OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhias Abertas* – Ed. Quartier Latin, 2010. Pag. 130.

[6] “8.2 Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a: (i) efetivar a oferta pública referida no item 8.1; e (ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos.”

[7] Nota: Tais operações bipartidas (entre *signing* e *closing*) são relativamente usuais, tendo em vista que em diversos casos, a alienação de controle está condicionada suspensivamente à aprovação prévia por parte de diferentes autoridades públicas, tais como CADE, Banco Central, Anatel etc. Naturalmente, existem diversas outras razões que podem levar a um negócio jurídico de alienação de controle ocorrer em duas etapas, conforme mencionado.

[8] PRADO, Roberta Nioac, op. cit, pag 76.

[9] Trata-se do mesmo item 8.2. do Regulamento de Novo Mercado que está sendo abordado neste pedido.

[10] Nota: em função do intervalo de cerca de dois meses entre a Data de Assinatura e a Data de Fechamento, o intervalo de 6 meses conforme a interpretação da CVM acaba por cobrir também acionistas que eventualmente tenham alienado suas ações antes da Data de Assinatura, havendo, portanto uma intersecção ou *overlap* de coberturas. Contudo, tal *overlap* é circunstancial de forma que se, por qualquer razão, houvesse intervalo maior que 6 meses entre Data de Assinatura e Data de Fechamento, a regra prevista no item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado ora em comento

restaria inteiramente distorcida.

[11] V. art. 2, parágrafo único, in. I e II, art. 10, parágrafo único, in. I a VIII, art 12, § 5º, todos da Instrução CVM nº 358/02.

[12] “(...) (ii) a data de 02.04.2015 deve ser considerada como o momento em que a Ofertante tornou-se efetivamente controladora da Companhia, para os fins do item 8.2(ii) do Regulamento do Novo Mercado”.

[13] “8.2 Aquisição de Controle por meio de Diversas Operações. Aquele que adquirir o Poder de Controle da Companhia, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a:

“(i) efetivar a oferta pública referida no item 8.1; e

“(ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle, devidamente atualizado. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos” (Destacado).



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Analista**, em 12/11/2015, às 10:35, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 12/11/2015, às 10:36, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 12/11/2015, às 11:13, 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 **0055110** e o código CRC **59490C95**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0055110 and the "Código CRC" 59490C95.