



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 40/2016-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 22 de março de 2016.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

**Assunto: Pedido de registro de OPA para cancelamento de registro de Companhia CELG de Participações, com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361 - Processo CVM nº RJ-2015-7158**

Senhor Superintendente,

1. Referimo-nos ao pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações ("OPA" ou "Oferta"), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução CVM 361"), para cancelamento de registro de Companhia CELG de Participações ("Companhia"), formulado por Governo do Estado de Goiás ("Ofertante"), controlador da Companhia, juntamente com Banco Votorantim S.A. ("Intermediário").
2. O procedimento diferenciado constitui-se na dispensa de elaboração de laudo de avaliação da Companhia, previsto pelo art. 8º da Instrução CVM 361.
3. A Companhia, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 08.560.444/0001-96, tem seu capital social representado por 32.774.246 ações ordinárias, das quais 99,77% são de titularidade de acionistas controladores e pessoas a eles vinculadas, enquanto que o restante (0,23%) encontra-se em circulação.

**I. Histórico do Processo**

4. Em 08/07/2015, foi protocolado expediente requerendo o pedido de registro da Oferta, o qual contou com documento denominado pelo Ofertante de laudo de avaliação, com vistas a cumprir com o disposto no art. 8º da Instrução CVM 361, que prevê a necessidade da apresentação de tal documento nas OPA formuladas pela própria companhia, pelo controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, excetuando tal obrigação apenas nos casos de OPA por alienação de controle.

5. Em 07/08/2015, a SRE/GER-1, por meio do Ofício Nº 124/2015/CVM/SRE/GER-1 ("Ofício 124"), encaminhou exigências no âmbito da Oferta, dentre as quais destacava-se a seguinte:

*"2.4.8 – Págs. 9 e 10 – Seção "Qualificação da Fundação de apoio à Pesquisa – UFG" – Ressaltamos que empresa avaliadora da Companhia deverá ser "especializada com experiência comprovada" em "companhias abertas", nos termos dos §§ 1º e 2º do art. 8º da Instrução CVM 361.*

*Nesse sentido, solicitamos apresentar informações sobre a "instituição responsável pela elaboração do laudo de avaliação com descrição da área especializada e devidamente equipada, com comprovação de experiência em avaliação de companhias abertas, descrevendo as avaliações feitas nos últimos 3 (três) anos e apresentando as credenciais que a qualificam para elaboração do laudo de avaliação, incluindo experiência recente em avaliações de companhias no setor de atuação da companhia avaliada", nos termos do inciso X, alínea a), do Anexo III da Instrução CVM 361;"*

6. Em 04/09/2015, em resposta ao Ofício 124, o Ofertante protocolou expediente na CVM, por meio do qual se manifestou quanto à referida exigência, nos seguintes termos:

*"(...) [O avaliador] não tem avaliações em seu portfólio de companhias abertas, mas tem experiência profissional e acadêmica de inúmeros serviços para grandes empresas, como exposto no Laudo de Avaliação, além de os avaliadores terem experiência neste assunto, em consultorias de "valuation" e em pesquisas de avaliação de empresas. Os currículos lattes dos profissionais da FUNAPE encontram-se disponíveis para consulta na página da internet [www.lattes.cnpq.br](http://www.lattes.cnpq.br). O Dr. Moisés Ferreira da Cunha, profissional que participou do processo de elaboração do Laudo de Avaliação da CELGPAP, tem tese (de doutorado) julgada e aprovada no tema: Avaliação de Empresas (<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/de-08022012-181605/pt-br.php>). As empresas avaliadas e acima mencionadas foram incluídas nas páginas 9, 10 e 12. A Dra. Paula Andrea Marques do Valle tem experiência em "valuation", tendo desenvolvido trabalhos de analista financeira no Banco Real de Nova Lorque na área de Finanças corporativas durante os anos de 1990 a 1994, entre outros."*

7. Em 11/09/2015, tendo em vista o teor da resposta ao Ofício 124, encaminhamos o Ofício Nº 157/2015/CVM/SRE/GER-1 ("Ofício 157") reiterando as exigências que não foram atendidas por meio do expediente de 04/09/2015, inclusive a exigência 2.4.8 supramencionada, a qual foi reiterada nos seguintes termos:

*"2.4.8 Destacamos a seguinte expressão constante da resposta apresentada à exigência formulada pelo item 2.4.8 do Ofício 124: "A FUNAPE não tem avaliações em seu portfólio de companhias abertas [...]."*

*Nesse sentido, comunicamos que o referido laudo de avaliação encontra-se em desacordo ao disposto na alínea a) do inciso X do Anexo III da Instrução CVM 361, o qual dispõe que a instituição responsável pela elaboração do laudo de avaliação deve comprovar experiência em avaliação de companhias abertas, descrevendo as avaliações feitas nos últimos 3 anos e apresentando credenciais que a qualificam para elaboração do laudo de avaliação, incluindo experiência recente em avaliações de companhias no setor de atuação da companhia avaliada.*

*Desse modo, não realizamos a análise quanto ao atendimento de exigências referentes ao laudo de avaliação constantes do Ofício nº 124/2015/CVM/SRE/GER-1.*

*Ademais, solicitamos que novo laudo de avaliação, elaborado por instituição que comprove o disposto na alínea a) do inciso X do Anexo III da Instrução CVM 361, seja apresentado dentro do prazo estabelecido no Ofício em tela, e que as modificações que venham a ocorrer devido ao novo laudo de avaliação sejam refletidas no Instrumento de OPA da Companhia, bem como em todos os demais documentos que envolvem a oferta em tela."*

8. Em 13/10/2015, em resposta ao Ofício 157, o Ofertante encaminhou manifestação da FUNAPE, instituição que elaborou o laudo de avaliação, por meio da qual aquela instituição requereu a "imediate reconsideração do item 2.4.8 [do Ofício 157] (...) dado que a OPA da Companhia (...) compreende ínfimos 0,22% do total de ações" e "a apreciação do laudo de avaliação dada a comprovação de expertise de toda a equipe técnica envolvida."

9. Em 11/11/2015, encaminhamos o Ofício Nº 204/2015/CVM/SRE/GER-1 ("Ofício 204"), comunicando que:

*"(...) não cabe a esta área técnica aceitar, de forma substitutiva, outras situações diversas daquela disposta na alínea a) do inciso X do Anexo III da Instrução CVM 361, a qual exige que a instituição responsável pela elaboração do laudo de avaliação deva comprovar experiência em avaliação de companhias abertas.*

*Dessa forma, em que pese as qualificações e experiências profissionais de membros da referida instituição, a Instrução CVM 361 deve ser observada integralmente para que o registro da Oferta seja concedido por esta área técnica.*

*Ademais, ressaltamos que a adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361, deve ser expressamente solicitada, se for o caso, pela Ofertante, sendo que o deferimento ou não de tal procedimento deve ser objeto de deliberação pelo Colegiado da CVM".*

10. Em 26/11/2015, em resposta ao Ofício 204, o Ofertante protocolou expediente com o pleito ora em análise, de dispensa do laudo de avaliação da Companhia, com base no art. 34 da Instrução CVM 361, nos termos expostos na seção "III. Alegações do Ofertante" abaixo.

**II. Características da OPA**

11. A Oferta destina-se à aquisição de até 74.389 ações ordinárias de titularidade de 190 acionistas, as quais representam cerca de 0,23% do total de ações que compõem o capital social da Companhia.
12. O preço de compra ofertado para as ações objeto da OPA é de R\$ 3,45, o qual a Ofertante considerou justo, nos termos do § 4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 ("LSA") pois, em suas palavras, "ele foi determinado pelo critério de múltiplos comparáveis". A esse preço, o valor máximo para a Oferta resulta em R\$ 256.642,05, caso todas as ações de emissão da Companhia em circulação sejam adquiridas no âmbito da mesma.
13. O referido preço foi estabelecido com base em avaliação econômico-financeira elaborada pela Fundação de Apoio à Pesquisa da Universidade Federal de Goiás ("Fundação"), avaliação

essa que constou do documento apresentado pela Ofertante como laudo de avaliação, conforme citamos na seção anterior do presente Memorando.

14. Na avaliação em questão, a Fundação utilizou o critério de múltiplos comparáveis, alegando que não foi possível avaliar a Companhia pelo preço médio ponderado das ações de sua emissão, devido à baixa liquidez e baixo volume de negociações de tal ativo no mercado, bem como não foi possível utilizar-se de seu valor patrimonial, visto que este indica valor negativo, conforme se verifica das demonstrações financeiras da Companhia relativas aos 3 últimos exercícios sociais disponíveis (2014, 2013 e 2012, fl. 858).

15. Cabe ressaltar que, à exceção da falta de um laudo de avaliação que atenda plenamente ao que preceitua o art. 8º da Instrução CVM 361, objeto do pedido de dispensa ora em análise, a Oferta preenche todos os demais requisitos previstos pela referida Instrução aplicáveis à modalidade de OPA “para cancelamento de registro”.

III. Alegações da Ofertante

16. Visando o sucesso de seu pleito, a Ofertante apresenta a seguinte argumentação, com os grifos originais(fl. 823 a 837):

*“(...) o Ofertante apresenta os argumentos a seguir como fundamento para o pedido de procedimento diferenciado com dispensa de requisitos para a OPA em questão.*

**Concentração Extraordinária de Ações e Pequena Quantidade de Ações a ser Adquirida**

*O capital social da Companhia está dividido da seguinte forma:*

	Ações ON	%	Total
<b>Acionista Controlador</b>			
Estado de Goiás	32.676.889	99,7029%	99,7029%
Eletrobrás	22.967	0,0701%	0,0701%
<b>Acionistas Vinculados ao Controlador</b>			
<b>Administradores</b>	1	0,0000%	0,0000%
<b>Ações em Tesouraria</b>	--	--	--
<b>Ações em Circulação</b>	74.389	0,2270%	0,2270%
<b>Total</b>	32.774.246	100,0000%	100,0000%

*Conforme se observa do quadro acima, das 32.774.246 ações ordinárias emitidas pela Companhia Objeto, representativas de 100% do capital social, 99,7029% são de titularidade do Ofertante, o que caracteriza uma concentração extraordinária de ações.*

*Com relação à Eletrobrás, por se tratar de pessoa vinculada, nos termos da Instrução CVM 361, as ações de emissão da Companhia Objeto por ela detidas não são consideradas em circulação, de forma que não serão objeto da OPA.*

*Portanto, a quantidade das ações em circulação -- equivalente a 74.389 ações e representativas de 0,2270% do capital social total -- que, a princípio, seria objeto da OPA, demonstra-se pequena frente à quantidade total de ações do capital social da Companhia Objeto.*

*O valor total da oferta, caso todos os acionistas desejem vender as ações em circulação de sua titularidade, poderá alcançar o montante de R\$ 256.642,05 (duzentos e cinquenta e seis mil, seiscentos e quarenta e dois reais e cinco centavos). Tal valor, além de não ser relevante em termos absolutos, representa participação pouco expressiva quando comparado ao capital social da Companhia. Em consequência, o Ofertante entende que realização da presente oferta não provocaria impactos ao mercado.*

*Além disso, a OPA é destinada a 190 acionistas, detentores de ações representativas de 0,2270% do capital social da Companhia Objeto, muitos dos quais, por serem titulares de pequenas quantidades de ações em circulação, não se estimulariam, sequer, a manifestar-se no âmbito da oferta.*

*A esse respeito, vale apontar que tem sido significativo o absenteísmo dos titulares de Ações Objeto da OPA, como se depreende das atas de Assembleias Gerais da Companhia Objeto realizadas nos últimos três exercícios sociais, todas disponíveis no Sistema IPE, nas quais se observa uma quantidade irrelevante de acionistas presentes titulares de Ações Objeto da OPA.*

*A corroborar essa constatação, vale indicar que, em 11 de setembro de 2014, a Assembleia Geral Extraordinária da Companhia Objeto, convocada para deliberar a conversão da CELG Distribuição S.A. - CELG D ("Celg D") em sociedade pluripessoal, mediante alienação de 51% (cinquenta e um por cento) das ações de emissão dessa subsidiária integral, nos termos do Inciso I, Art. 253, da Lei nº 6.404/1976, tal Assembleia sequer pode ser instalada, sendo lavrado Termo de Não Instalação da Assembleia Geral Extraordinária, visto que somente compareceram a Eletrobrás, na qualidade de acionista titular de ações de emissão da Companhia Objeto, representativas de 0,070% do capital votante e total e mais alguns poucos acionistas, todos titulares de quantidades pouco significativas de ações de emissão da Companhia Objeto, impedindo, dessa forma, o atingimento do quórum mínimo de instalação exigido pela Lei nº 6.404/76 e pelo Estatuto Social da Companhia Objeto. A matéria da ordem do dia, por sua natureza, requeria manifestação apenas dos acionistas minoritários da Companhia Objeto.*

*Por último, os quadros abaixo apresentam, respectivamente, a quantidade de negócios e de títulos negociados, o volume financeiro e a cotação média das ações ordinárias da Companhia Objeto negociadas na BM&FBOVESPA nos (i) 12 (doze) meses anteriores à divulgação do Fato Relevante e (ii) após a publicação do Fato Relevante até a presente data:*

	N. de Negócios	N. de Títulos Neg.	Volume Financeiro (R\$)	Cotação Média R\$/Ação
Jul/2014	3	600	7.500,00	12,50
Ago/2014	3	330	4.890,00	14,82
Set/2014	6	744	7.450,52	10,01
Out/2014				
Nov/2014				
Dez/2014				
Jan/2015				
Fev/2015				
Mar/2015				
Abr/2015				
Mai/2015				
Jun/2015				
	<i>Preço Médio Ponderado de Cotação de R\$11,85</i>			

	N. de Negócios	N. de Títulos Neg.	Volume Financeiro (R\$)	Cotação Média R\$/Ação
Jul/2015	14	1811	7.241,89	3,99
Ago/2015	14	1898	4.335,90	3,00
Set/2015	3	233	669,00	2,90
Out/2015	4	700	2.100,00	3,00
Nov/2015	2	200	620,00	3,10
	<i>Preço Médio Ponderado de Cotação de R\$3,37</i>			

*Conforme se observa dos dados acima e com base nas informações da Instituição Avaliadora constantes do Laudo de Avaliação, as ações de emissão da Companhia Objeto apresentam baixa liquidez, dada a baixa quantidade de negociações e que, em razão dessa baixa quantidade de negociações, não foi realizada a média da cotação ponderada por volume.*

*Entre o Fato Relevante e a data do Laudo de Avaliação não ocorreram negociações.*

Logo após o Fato Relevante – até a presente data –, ocorreram 37 negociações com preço médio de R\$3,37. Note-se, portanto, que o valor econômico obtido pela metodologia de avaliação por múltiplos é superior àquele resultante das poucas negociações ocorridas na BM&FBOVESPA após a divulgação do Fato Relevante.

Ante as considerações acima, o Ofertante entende que a situação da Companhia Objeto se enquadra nas exceções previstas nos incisos I e II do § 1º do artigo 34 da Instrução CVM 361.

#### **Patrimônio Líquido Negativo**

Consta ainda do Laudo de Avaliação que o período considerado de dezembro de 2007 a março de 2015 apresentou valores do patrimônio líquido por ação de emissão da Companhia Objeto em comportamento descendente, tornando-se negativo após outubro de 2010, tendo sido apurado nas Informações Trimestrais de 30/09/2015 o montante negativo de R\$3.240.428.389,19 (três bilhões, duzentos e quarenta milhões, quatrocentos e vinte e oito mil, trezentos e oitenta e nove reais e dezenove centavos), fato esse que justifica a adoção de procedimento diferenciado, nos termos do inciso IV do § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361.

Vale esclarecer, ainda, com relação ao processo de desestatização da CELG D, que:

(i) não há garantia de êxito de tal processo, ou seja, se haverá interessados no ativo em questão;

(ii) a privatização da CELG D, caso ocorra, não reverterá o patrimônio líquido negativo da Companhia Objeto, uma vez que o Conselho Nacional de Desestatização, por meio da Resolução nº 11, de 18 de novembro de 2015 – que aprova as condições da desestatização da CELG D e o preço mínimo das ações de sua emissão, para fins de alienação de participação representativa de seu controle acionário, mediante leilão – determina no parágrafo único do art. 1º que o valor mínimo de alienação será de 76.761.267 (setenta e seis milhões, setecentos e sessenta e uma mil, duzentas e sessenta e sete) ações ordinárias de titularidade da Eletrobrás será de R\$1.427.474.200,79 (um bilhão, quatrocentos e vinte e sete milhões, quatrocentos e setenta e quatro mil, duzentos reais e setenta e nove centavos), incluído o valor referente à oferta aos empregados e aposentados (Anexo I).

Além disso, o Ofertante ainda não decidiu se acompanhará a Eletrobrás na alienação de sua participação na CELG D. Caso aprobe a alienação do ativo, o Ofertante deverá ainda determinar qual parcela disponibilizará ao mercado, a partir de 25% (vinte e cinco por cento) até a totalidade de sua participação, de 49% (quarenta e nove por cento). Ainda que CELGPAR decida alienar o total de sua participação na CELG-D (49%) e diante do valor acima indicado, o valor a ser obtido pela CELGPAR será de aproximadamente R\$1.244.198.305,42 (um bilhão, duzentos e quarenta e quatro milhões, cento e noventa e oito mil, trezentos e cinco reais e quarenta e seis centavos), o que não possibilitará a reversão do patrimônio líquido da Companhia Objeto. A determinação deste valor mínimo se deu pela supressão entre o total do lote de ações previstos no art. 6º da Resolução CND nº. 11, de 18 de novembro de 2015, no caso da alienação conjunta das ações da CELG D pela CELGPAR e a Eletrobrás, e o valor mínimo da alienação previsto no parágrafo único do art. 1º da Resolução supra.

Por último, cabe esclarecer que de acordo com a minuta do contrato que trata da prorrogação da concessão do serviço público de distribuição de energia elétrica, enviada às distribuidoras, entre elas a CELG-D, além de prever obrigações e encargos adicionais para a distribuidora, os sócios controladores deverão se comprometer, solidariamente, em caráter irrevogável e irrevogável, a aportar anualmente na concessionária, em até 180 dias contados do término de cada exercício social, sob a forma de integralização de capital social em caixa ou equivalentes de caixa ou pela conversão de empréstimos passivos em capital social, a totalidade da insuficiência que ocorrer para o alcance do parâmetro mínimo de sustentabilidade econômica e financeira, parâmetro esse a ser definido caso a caso. Assim, na hipótese em que não haja interessados na aquisição das ações de emissão de CELG- D, frustrando a sua desestatização, da Eletrobrás e da Companhia Objeto serão exigidos aportes de capital, em bases anuais, devendo o primeiro aporte já se verificar no exercício de 2016.

#### **Custos com Avaliação**

O Ofertante esclarece que até o momento foram gastos R\$400.000,00 (quatrocentos mil reais) com a elaboração do Laudo de Avaliação e R\$726.571,63 (setecentos e vinte e seis mil, quinhentos e setenta e um reais e sessenta e três centavos) com a Instituição Intermediária, montantes estes superiores ao próprio valor da OPA de R\$ 256.642,05 (duzentos e cinquenta e seis mil, seiscentos e quarenta e dois reais e cinco centavos).

A contratação de uma nova instituição avaliadora implicaria em custos adicionais em montante, no mínimo, igual ao já despendido, o que demonstra que os custos que a elaboração de um laudo de avaliação envolve se mostram desproporcionais ao valor total da OPA, sem falar que a contratação de uma nova instituição avaliadora terá que ser precedida de novo procedimento licitatório, como todos os passos nele envolvidos, o que também representará delonga na realização da OPA, sem que se alcance situação que possa representar elemento importante na avaliação da Companhia Objeto, em proveito dos destinatários da OPA.

O Ofertante, dessa forma, entende que os custos e o tempo a serem despendidos com as formalidades constantes do rito ordinário da OPA são incompatíveis com o valor da oferta em si e, sobretudo, não indicam qualquer benefício para os destinatários da OPA.

Nessa linha, encontram-se precedentes já decididos pelo E. Colegiado da CVM, tal como o Processo RJ 2011/14076, que trata de apreciação de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta de sua controlada Indústria de Máquinas Agrícolas Fuchs S.A., com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361/02. A ofertante solicitou a dispensa de vários requisitos, entre eles o de elaboração de laudo de avaliação da companhia para fins de definição de preço justo envolvendo a Indústria de Máquinas Agrícolas FUCHS S.A. A SRE manifestou-se favorável ao pedido, tendo em vista, com relação à dispensa de elaboração de laudo de avaliação, que: (i) o valor da oferta era de R\$18.012,62, caso todas as ações fossem alienadas, sem contar com a atualização prevista; e (ii) a confecção de um laudo de avaliação que atendesse ao disposto no Anexo III da Instrução CVM 361 custaria aproximadamente R\$120.000,00, preço muito superior ao valor total da oferta; (iii) pelo princípio da proporcionalidade e da razoabilidade, entendeu ser pertinente que o preço justo da oferta fosse definido com base na avaliação da companhia feita em 29/09/2008 pela Reserva Engenharia de Marcas e Finanças Ltda., sendo a ofertante dispensada de elaborar novo laudo de avaliação. Pelos mesmos motivos, entendeu ainda que referida oferta guardava proporção com as características observadas em outros precedentes da Autarquia. O Colegiado, por unanimidade, com base na manifestação da área técnica e tendo em vista os precedentes já autorizados, deliberou conceder as dispensas pleiteadas.

#### **Pedido**

Ante o exposto, o Ofertante requer a esta Superintendência de Registro de Valores Mobiliários, com fundamento no artigo 34, § 1º, incisos I, II e IV, da Instrução CVM 361, o encaminhamento do presente pedido de procedimento diferenciado da **Oferta Pública de Aquisição de Ações para Cancelamento de Registro de Companhia Aberta da CELGPAR** para o Colegiado desta CVM, visando à dispensa de elaboração de laudo de avaliação da Companhia, conforme prevista no inciso VI do art. 4º e no art. 8º da Instrução CVM 361, pelas razões acima expostas, suspendendo-se o curso da OPA, até que o presente pedido seja apreciado.”

#### **IV. Nossas Considerações**

17. Preliminarmente, cabe verificar se o caso em tela faz jus à adoção de procedimento diferenciado em relação àquele previsto pela Instrução CVM 361, conforme possibilidade prevista no caput de seu art. 34.

18. A esse respeito, ainda, o § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361, elenca exemplos de situações excepcionais que podem justificar a adoção de procedimento diferenciado na realização de uma OPA. Abaixo segue transcrição do caput e do § 1º do art. 34:

“Art. 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso.

§1º São exemplos das situações excepcionais referidas no caput aquelas decorrentes:

I - de a companhia possuir concentração extraordinária de suas ações, ou da dificuldade de identificação ou localização de um número significativo de acionistas;

II - da pequena quantidade de ações a ser adquirida frente ao número de ações em circulação, ou do valor total, do objetivo ou do impacto da oferta para o mercado;

III - da modalidade de registro de companhia aberta, conforme definido em regulamentação própria;

IV - de tratar-se de operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo, ou com atividades paralisadas ou interrompidas; e

V - de tratar-se de operação envolvendo oferta simultânea em mercados não fiscalizados pela CVM.” (grifos nossos)

19. Das situações exemplificativas supramencionadas, verifica-se que a operação em análise se enquadra naquelas previstas pelos incisos II e IV acima, mais especificamente no que tange ao valor total e impacto da Oferta para o mercado, bem como pelo fato de a Companhia ter patrimônio líquido negativo.

20. Uma vez verificado que a OPA em questão preenche os requisitos para pleitear a adoção de procedimento diferenciado em relação àquele previsto na Instrução CVM 361, cabe analisarmos se o procedimento ora pleiteado, qual seja, a dispensa do laudo de avaliação, seria cabível na presente Oferta, considerando suas características e os precedentes em que o Colegiado da CVM manifestou-se sobre pleito similar.

21. De forma a subsidiar a análise do caso em tela, cabe lembrar que a presente Oferta visa ao cancelamento de registro da Companhia, procedimento que é regido pelo disposto no § 4º do art. 4º da LSA, nos seguintes termos:

“Art. 4º, § 4º. O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista

*controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.*” (grifo nosso)

22. Como vemos, a OPA para cancelamento de registro deve ser formulada a preço justo, com base nos critérios previstos no dispositivo legal supramencionado. Vale ressaltar que o mesmo preceito também é exigido para as OPA por aumento de participação, nos seguintes termos do § 6º do art. 4º da LSA:

*“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)

23. Já a Instrução CVM 361 exige a elaboração do laudo de avaliação, nos seguintes termos do seu art. 8º:

*“Art. 8º Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle.”* (grifo nosso)

24. Em nosso entendimento, a necessidade de elaboração de laudo de avaliação tem por objetivo, além de delimitar a maneira pela qual será cumprido o disposto no § 4º do art. 4º da LSA, possibilitar a observância ao que preceitua o inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361, destacado abaixo:

*“Art. 4º, II - a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA.”* (grifo nosso)

25. Cabe destacar, ainda, que a LSA delega à CVM, nos termos do supracitado § 4º do art. 4º, a possibilidade de se aceitar outro critério para a definição do preço justo, além dos já elencados no referido dispositivo legal (patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, fluxo de caixa descontado, comparação por múltiplos e cotação das ações no mercado de valores mobiliários), desde que seja assegurada a possibilidade de revisão do preço da oferta. Usando dessa prerrogativa, o Colegiado da CVM já deliberou favoravelmente à dispensa de laudo de avaliação em OPA que requerem a elaboração do referido documento, nos termos do art. 8º da Instrução CVM 361.

26. Nesse sentido, a fim de verificarmos a aderência do presente caso aos precedentes em que foi concedida a referida dispensa, realizamos pesquisa em que foi possível encontrar 13 casos apreciados pelo Colegiado da CVM, desde a entrada em vigor da Instrução CVM 361, excluindo aqueles que tratavam de dispensa de laudo de avaliação em OPA por alienação de controle, dado que a obrigatoriedade de tal documento naquelas ofertas foi suprimida com o advento da Instrução CVM nº 487/10.

27. Os precedentes supramencionados tratavam de OPA para cancelamento de registro, de OPA por aumento de participação e de OPA unificadas que envolviam uma dessas duas modalidades.

28. A tabela abaixo resume os precedentes em questão, informando para cada um deles o número do Processo CVM por meio do qual fora instruído, a data da reunião do Colegiado da CVM em que se deliberou sobre o tema, a modalidade e a companhia objeto da OPA, qual fora a deliberação do Colegiado da CVM e, por fim, informações sobre os fundamentos da referida deliberação:

Nº	Processo CVM	Data da Reunião do COL	Modalidade OPA	Cia Objeto	Decisão do Colegiado da CVM	Embasamento para dispensa de Laudo de Avaliação
1	RJ-2012-13237	22/01/2013	Cancelamento de registro	Usina Costa Pinto Açúcar e S.A. Alcool	Conceder a dispensa	(i) houve concordância prévia com os termos da oferta por parte de acionistas titulares de 94,87% das ações em circulação; e (ii) a oferta guarda proporção com as características observadas em outros precedentes.
2	RJ-2011-14076	14/08/2012	Cancelamento de registro	Indústria de Máquinas Agrícolas Fuchs S.A.	Conceder a dispensa	(i) O preço da OPA é de R\$ 3,43 por ação, equivalente ao PL da Cia em 31/12/2007, critério previsto pelo art. 4º da LSA; (ii) a partir do exercício de 2008, o PL da Cia passou a ser negativo; (iii) a OPA é destinada a 318 acionistas, que detêm 4,17% do capital social da Cia; (iv) houve concordância prévia com os termos da oferta por parte de titulares de 40,02% das ações em circulação; (v) o valor máximo da oferta é de R\$ 18,012,62; (vi) a elaboração de um laudo custaria em torno de R\$ 120.000,00, valor muito superior ao da oferta; e (vii) as ações objeto da OPA nunca foram negociadas em bolsa ou mercado de balcão organizado.
3	RJ-2011-4540	09/08/2011	Cancelamento de registro	Bombril Holding S.A.	Conceder a dispensa	(i) a OPA é destinada a apenas 4 acionistas, que eram antigos administradores da Cia, detentores de 8 ações; (ii) a Cia apresenta PL negativo nos últimos 8 anos; (iii) o valor máximo da oferta é de R\$ 8,00; e (iv) os custos do Laudo de Avaliação seriam desproporcionais aos benefícios informacionais que ele poderia proporcionar.
4	RJ-2010-8551	26/04/2011	Cancelamento de registro	Dixie Toga S.A.	Conceder a dispensa	(i) houve concordância prévia com os termos da oferta por parte de acionistas titulares de 98% das ações em circulação.
5	RJ-2006-8591	26/02/2007	Aumento de participação	Energisa S.A.	Negar a dispensa	(i) não se trata de OPA por alienação de controle, em que não há a obrigatoriedade de se formular a oferta com base em preço justo; e (ii) o preço da oferta não foi definido com base em transações realizadas entre partes independentes, como vem sendo considerado suficiente nos casos em que o COL tem concedido a dispensa de Laudo de Avaliação.
6	RJ-2006-5046	12/12/2006	Cancelamento de registro	Empresa Energética de Sergipe S.A.	Negar a dispensa	(i) não se trata de OPA por alienação de controle, em que não há a obrigatoriedade de se formular a oferta com base em preço justo; e (ii) o custo de elaboração do Laudo de Avaliação da Cia é plenamente justificável para se apontar o critério de preço-justo adotado, tanto em face do valor global da oferta (R\$ 927.533,44) como quando comparado ao patrimônio líquido da Energipe (R\$ 780 milhões).
7	RJ-2006-6148	12/12/2006	Cancelamento de registro	Torcedor S.A.	Conceder a dispensa	(i) o preço é superior ao valor patrimonial das ações em 30/09/2006; (ii) há dificuldade em se estabelecer parâmetros objetivos para se elaborar o cálculo do valor econômico ou valor de mercado da Companhia, tendo em vista a inexistência de atividades operacionais desde 2002, bem como a falta de indicação acerca de sua continuidade e ausência de ativos permanentes.
8	RJ-2006-338	21/03/2006	Unificada (cancelamento de registro + alienação de controle)	Banco BEC S.A.	Conceder a dispensa	(i) o preço da OPA foi definido com base em Relatório de Avaliação Econômico-Financeira da Cia, apurado pelo critério do fluxo de caixa descontado, o qual é previsto pelo art. 4º da LSA, havendo o mesmo sido aceito por investidores independentes, por ocasião da alienação de controle da Cia.
9	RJ-2005-7481	27/12/2005	Aumento de participação	Centrais Elétricas Pará S.A.	Conceder a dispensa	(i) o critério do PL é previsto pela LSA; (ii) a necessidade de Laudo de Avaliação é requisito da ICVM 361, podendo ser dispensado pelo COL, nos termos do art. 34; (iii) a transação que deu ensejo à OPA por aumento de participação foi assumida através de Acordo firmado antes da vigência da emenda de 2001 da Lei das S.A. e, por consequência da Instrução 361, que exige a preparação do laudo de avaliação; (iv) o valor da OPA é pequeno (R\$ 280 mil), quando comparado ao valor estimado para a contratação de um Laudo de Avaliação; e (v) tendo sido concedida a dispensa, o valor do PL deveria ser atualizado com base nas demonstrações financeiras mais recentes.

Nº	Processo CVM	Data da Reunião do COL	Modalidade OPA	Cia Objeto	Decisão do Colegiado da CVM	Embasamento para dispensa de Laudo de Avaliação
10	RJ-2004-1807	15/06/2004	Unificada (cancelamento de registro + alienação de controle)	Banco BEM S.A.	Conceder a dispensa	(i) o preço da OPA foi definido com base em Relatório de Avaliação Econômico-Financeira da Cia, apurado pelo critério do fluxo de caixa descontado, o qual é previsto pelo art. 4º da LSA, havendo o mesmo sido aceito por investidores independentes, por ocasião da alienação de controle da Cia.
11	RJ-2003-6134	21/11/2003	Cancelamento de registro	Companhia Cimento Portland Itaú	Negar a dispensa	(i) o preço está baseado em avaliação realizada 2 anos antes da OPA, no âmbito de uma OPA voluntária (que teve maciça adesão), e, portanto, está defasado, considerando que a economia e a situação da companhia e do mercado podem ter se alterado.
12	RJ-2003-7909	28/10/2003	Aumento de participação	Trikem S.A.	Conceder a dispensa	(i) houve transações envolvendo 13,4% e 10,1% das ações de emissão da Cia, entre partes independentes, cuja precificação está sendo utilizada para fins do preço da oferta; (ii) houve concordância prévia com os termos da oferta por parte de acionistas titulares de 99,97% das ações em circulação.
13	RJ-2002-6904	21/10/2002	Unificada (cancelamento de registro + alienação de controle + aumento de participação)	Banco BEA S.A.	Conceder a dispensa	(i) o preço da OPA foi definido com base em Relatório de Avaliação Econômico-Financeira da Cia, apurado pelo critério do fluxo de caixa descontado, o qual é previsto pelo art. 4º da LSA, o qual foi utilizado na ocasião do leilão de privatização; e (ii) houve concordância prévia com os termos da oferta por parte de acionistas titulares de 87,09% das ações em circulação.

29. Conforme se verifica do exposto acima, dos 13 precedentes elencados, em 10 deles o Colegiado da CVM concedeu a dispensa de elaboração de laudo de avaliação, tendo negado a referida dispensa nos demais casos.

30. Analisando os 10 casos em que o Colegiado da CVM decidiu dispensar a ofertante da apresentação do referido documento, observa-se que em 7 deles: (i) houve a aceitação prévia quanto ao preço ofertado por titulares de parte relevante das ações em circulação, o que ocorreu nas OPA de Usina Costa Pinto S.A. Açúcar e Alcool, Indústria de Máquinas Agrícolas Fuchs S.A., Dixie Toga S.A., Trikem S.A. e Banco BEA S.A.; ou (ii) o preço ofertado foi fruto de alguma transação entre partes independentes, o que ocorreu nas OPA de Banco BEC S.A., Banco BEM S.A. e Trikem S.A.

31. Nos outros 3 casos em que o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente à referida dispensa, o que ocorreu nas OPA de Bombril Holding S.A., Torcedor S.A. e Centrais Elétricas do Pará S.A., não houve a aceitação prévia de parte dos titulares de ações em circulação com relação ao preço ofertado, bem como o referido preço não se originou de uma transação entre partes independentes.

32. Sobre esse ponto, cabe aqui esclarecer que o entendimento do Colegiado da CVM tem se mostrado favorável à concessão da dispensa de elaboração de laudo de avaliação em OPA cujo preço tenha sido, de alguma forma, aceito previamente, como ocorreu nos 7 casos supramencionados.

33. Nos casos em que isso não ocorre, observamos que o Colegiado da CVM tem deliberado considerando outras particularidades, tendo se manifestado favoravelmente em alguns deles, porém contrariamente em outros, como vemos a seguir.

34. Quanto às particularidades que se mostraram relevantes nos 3 casos em que o Colegiado da CVM concedeu a dispensa que ora se pleiteia, sem que o preço ofertado tenha sido de alguma forma "aceito" previamente, observamos as seguintes:

(A) OPA para cancelamento de registro de Bombril Holding S.A. (Processo CVM nº RJ-2011-4540 – decisão de 09/08/2011):

- (i) a OPA foi destinada a apenas 4 acionistas, que eram antigos administradores da Cia, detentores de 8 ações;
- (ii) a companhia apresentava patrimônio líquido negativo nos últimos 8 anos;
- (iii) o valor máximo da oferta era de R\$ 8,00; e
- (iv) os custos do laudo de avaliação seriam desproporcionais aos benefícios informacionais que ele poderia proporcionar.

(B) OPA para cancelamento de registro de Torcedor S.A. (Processo CVM nº RJ-2006-6148 – decisão de 12/12/2006):

- (i) o preço ofertado era superior ao valor patrimonial das ações em 30/09/2006;
- (ii) havia dificuldade em se estabelecer parâmetros objetivos para se elaborar o cálculo do valor econômico ou valor de mercado da companhia, tendo em vista a inexistência de atividades operacionais desde 2002, bem como a falta de indicação acerca de sua continuidade e ausência de ativos permanentes.

(C) OPA por aumento de participação de Centrais Elétricas do Pará S.A. (Processo CVM nº RJ-2005-7481 – decisão de 27/12/2005):

- (i) o critério do patrimônio líquido é previsto pela LSA;
- (ii) a necessidade de laudo de avaliação é requisito da Instrução CVM 361, podendo ser dispensado pelo Colegiado da CVM, nos termos do art. 34;
- (iii) a transação que deu ensejo à OPA por aumento de participação foi assumida através de acordo firmado antes da vigência da emenda de 2001 da Lei das S.A. e, por consequência da Instrução 361, que exige a preparação do laudo de avaliação;
- (iv) o valor da OPA era pequeno (R\$ 280 mil), quando comparado ao valor estimado para a contratação de um laudo de avaliação; e
- (v) tendo sido concedida a dispensa, o valor do patrimônio líquido deveria ser atualizado com base nas demonstrações financeiras mais recentes.

35. Já no que tange aos precedentes citados em que o Colegiado da CVM negou a dispensa de elaboração de laudo de avaliação, destacamos abaixo os principais pontos inerentes a cada um deles, que foram considerados no indeferimento dos referidos pleitos:

(A) OPA por aumento de participação de Energisa S.A. (Processo CVM nº RJ-2006-8591 – decisão de 26/02/2007):

- (i) não se tratava de OPA por alienação de controle, em que não há a obrigatoriedade de se formular a oferta com base em preço justo; e
- (ii) o preço da oferta não foi definido com base em transações realizadas entre partes independentes, como vinha sendo considerado critério suficiente nos casos em que o Colegiado deliberou por conceder a dispensa de laudo de avaliação.

(B) OPA para cancelamento de registro de Empresa Energética de Sergipe S.A. (Processo CVM nº RJ-2006-5046 – decisão de 12/12/2006):

- (i) não se tratava de OPA por alienação de controle, em que não há a obrigatoriedade de se formular a oferta com base em preço justo; e
- (ii) o custo de elaboração do Laudo de Avaliação da Companhia era plenamente justificável para se apontar o critério de preço-justo adotado, tanto em face do valor global da oferta (R\$ 927.533,44) como quando comparado ao patrimônio líquido da Energipe (R\$ 780 milhões).

(C) OPA para cancelamento de registro de Companhia Cimento Portland Itaú (Processo CVM nº RJ-2003-6134 – decisão de 21/11/2003):

- (i) o preço foi baseado em avaliação realizada 2 anos antes da OPA, no âmbito de uma OPA voluntária (que teve maciça adesão), e, portanto, estava defasado, considerando que a economia e a situação da companhia e do mercado poderiam ter se alterado.

36. De volta ao caso concreto, cabe ressaltar as seguintes características inerentes à OPA para cancelamento de registro de Companhia Celg de Participações, conforme se verifica da leitura das seções II e III do presente Memorando:

- (i) é destinada a 190 acionistas, detentores de 74.389 ações ordinárias de emissão da Companhia, representativas de 0,2270% do seu capital social;
- (ii) o valor máximo da Oferta, caso todas as ações em circulação sejam adquiridas, será de R\$ 256.642,05;
- (iii) o preço da Oferta, no valor de R\$ 3,45 por ação, foi obtido por meio de avaliação econômico-financeira elaborada pela Fundação de Apoio à Pesquisa da Universidade Federal de Goiás, utilizando-se do critério de múltiplos, avaliação que, como vimos, não pôde ser aceita como Laudo de Avaliação, pelo fato de a mencionada Fundação não ter comprovado a experiência requerida pela Instrução CVM 361 para a instituição avaliadora;
- (iv) os titulares de ações em circulação têm se absterido de comparecer às assembleias gerais da Companhia, conforme se verifica das atas daquelas realizadas nos últimos três exercícios sociais (fls. 840 a 857);

(v) o número baixo de negócios realizados com as ações de emissão da Companhia no mercado nos últimos 12 meses, demonstrando a baixa liquidez do ativo em questão (fl. 831);

(vi) o patrimônio líquido da Companhia tem se mostrado negativo desde o exercício findo em 2010 até as últimas demonstrações financeiras encaminhadas à CVM, de 30/09/2015 (fls. 858 a 860); e

(vii) já foram gastos com a OPA até o momento R\$ 400.000,00 com a elaboração da avaliação supramencionada e R\$726.571,63 com a contratação da instituição intermediária, montantes estes superiores ao próprio valor da OPA de R\$ 256.642,05, sendo que a contratação de um laudo de avaliação, caso seja necessário, demandará a realização de um novo processo licitatório.

37. Do exposto acima, percebe-se que a presente OPA não contou com manifestação prévia sobre o preço ofertado, além de tal preço não ter origem em transações entre partes independentes, requisitos que, como vimos, estão presentes na grande maioria dos precedentes em que o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente sobre o pleito em tela.

38. Inclusive, nos casos em que o Colegiado da CVM negou a referida dispensa, depreende-se em 2 deles (de um total de 3) a importância dada ao aspecto supramencionado, tendo em vista que na OPA por aumento de participação de Energisa S.A. houve menção ao fato de o preço da oferta não ter sido definido com base em transações realizadas entre partes independentes (item A(ii) do parágrafo 35 acima) e na OPA para cancelamento de registro de Companhia Cimento Portland Itaú ficou claro que a dispensa só não foi aceita pois o preço, que havia sido estipulado em OPA anterior, estava desatualizado pelo lapso temporal (item C(i) do parágrafo 35 acima).

39. Ademais, mesmo quando comparamos o presente caso com os 3 em que o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente ao referido pleito, mesmo com a inexistência de alguma aceitação prévia ao preço das ofertas, (citados no parágrafo 34 acima), há questões importantes que foram, naqueles casos, observadas e que aqui não ocorrem, como, por exemplo:

(i) a OPA ser destinada a apenas 4 acionistas destinatários (OPA para cancelamento de registro de Bombril Holding S.A.);

(ii) dificuldade em se estabelecer parâmetros objetivos para se elaborar o cálculo do valor econômico ou valor de mercado da Companhia, tendo em vista a inexistência de atividades operacionais, bem como a falta de indicação acerca de sua continuidade e ausência de ativos permanentes (OPA para cancelamento de registro de Torcedor S.A.); e

(iii) a transação que deu ensejo à OPA por aumento de participação foi assumida através de acordo firmado antes da vigência da emenda de 2001 da LSA e, por consequência, da Instrução 361, que exige a preparação do laudo de avaliação (OPA por aumento de participação de Centrais Elétricas do Pará S.A.).

40. Portanto, ainda que reconheçamos que o caso em tela preenche os requisitos normativos para pleitear a adoção de procedimentos diferenciados àqueles previstos pela Instrução CVM 361, não encontramos, nas características da presente Oferta, aderência aos precedentes supramencionados, no que tange ao que julgamos ser o principal aspecto levado em conta nas deliberações favoráveis do Colegiado da CVM sobre o tema, qual seja, o fato de o preço ofertado ter sido previamente "aceito", seja por meio de manifestação expressa de parte relevante dos titulares de ações em circulação, seja por transações realizadas entre partes independentes.

41. Ademais, o presente caso também não se assemelha àqueles precedentes em que o Colegiado deliberou favoravelmente ao pleito em tela, sem que tenha havido qualquer aceitação prévia para o preço ofertado, conforme mencionamos no parágrafo 39 acima, casos que tratavam de oferta (i) para pouquíssimos acionistas destinatários (apenas 4 – OPA de Bombril Holding S.A.), (ii) de companhia sem atividades operacionais (OPA de Torcedor S.A.) ou (iii) cujo ensejo se deu antes da vigência da emenda de 2001 da LSA e, por consequência, da Instrução CVM 361, que exige a preparação do laudo de avaliação (OPA de Centrais Elétricas do Pará S.A.).

42. Não obstante as diferenças presentes entre o caso em tela e aqueles em que o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente à dispensa de laudo de avaliação, conforme vimos acima, há de se destacar a manifestação da área técnica no caso do pedido de dispensa de laudo na OPA para cancelamento de registro de Indústria de Máquinas Agrícolas Fuchs S.A. ("Máquinas Fuchs").

43. Tal manifestação constou do MEMO/SRE/GER-1/Nº 67/2012, cujo trecho segue abaixo:

*"De volta ao caso concreto, reconhecemos que o mesmo não guarda as mesmas proporções observadas nos precedentes de Trikem ou de Dixie Toga mencionados acima, que faça jus, por esse motivo, à dispensa da elaboração do laudo de avaliação.*

*Ora, a quantidade de acionistas objeto da presente OPA que se manifestou favoravelmente ao preço ofertado foi corresponde a apenas 40,02% das ações em circulação.*

*Entretanto, havemos de considerar as seguintes características observadas na presente OPA:*

*1- em 2009, a Companhia foi avaliada pelo patrimônio líquido contábil, um dos critérios aceitos pelo art. 4º da Lei 6.404/76, com base nas demonstrações financeiras referentes ao exercício social encerrado em 31/12/2007, resultando no valor de R\$ 3,43 por ação ordinária ou preferencial;*

*2- desde o encerramento de 2008 até a última informação trimestral (30/06/2012), a Companhia apresenta patrimônio líquido negativo, conforme se verifica das demonstrações financeiras disponíveis no site da CVM;*

*3- a OPA é destinada a 318 acionista, detentores de ações representativas de 4,17% do capital social da Companhia, muitos dos quais, por serem titulares de pequenas quantidades de ações em circulação, não se estimulariam, sequer, a manifestar-se no âmbito da oferta;*

*4- titulares representativos de 40,02% das ações em circulação concordam com as condições da oferta, o que inclui o preço de R\$ 3,43 por ação, ajustado pela taxa SELIC, desde 29/9/2008 até a data da liquidação financeira da oferta;*

*5- o valor da oferta é de R\$ 18.012,62, caso todas as ações sejam alienadas, sem contar com a atualização prevista;*

*6- a confecção de um laudo de avaliação que atenda ao disposto no Anexo III da Instrução CVM 361 custa aproximadamente R\$ 120.000,00, preço muito superior ao valor total da OPA, e ainda assim a Ofertante se dispõe a contratar a elaboração do laudo de avaliação, no caso de requerimento de revisão de preço, nos termos do art. 4º-A da Lei 6.404/76 e dos arts. 23 e 24 da Instrução CVM 361;*

*7- a Ofertante comprova os melhores esforços para que o cancelamento de registro da Companhia ocorra mediante procedimento de OPA, chegando a contratar serviço da Corretora que garanta a liquidação financeira e o controle operacional da oferta, mediante pagamento de R\$ 25.000,00, superior ao valor da própria oferta;*

*8- a Companhia nunca teve suas ações listadas para negociação em bolsa ou mercado de balcão organizado; e*

*9- a Companhia tem dificuldades de localizar os titulares de ações em circulação, posto que não possui um serviço de escrituração de ações, não havendo sequer como confirmar os dados dos acionistas constantes do cadastro, ou mesmo se tais acionistas encontram-se ainda na plena capacidade de seus direitos, ou se as ações registradas como sendo deles fazem parte de espólio ou não.*

*Por esses motivos e pelo o princípio da proporcionalidade e da razoabilidade, entendemos ser pertinente que o preço justo da OPA seja definido com base na avaliação da Companhia feita em 29/09/2008 pela Reserva Engenharia de Marcas e Finanças Ltda, sendo a Ofertante dispensada de elaborar novo laudo de avaliação para presente oferta." (grifos nossos)*

44. Cabe destacar ainda que o Colegiado da CVM, naquele caso, deliberou nos seguintes termos:

*"O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no MEMO/SRE/GER-1/Nº 67/2012, e, ainda, tendo em vista os precedentes já autorizados, deliberou conceder as dispensas pleiteadas."*

45. Aquele caso de Máquinas Fuchs muito se assemelhava ao caso em tela, com diferença relevante apenas no que tange ao fato de que, naquela operação, havia a aceitação prévia quanto ao preço da OPA por parte de titulares de 40,02% das ações em circulação.

46. Mesmo assim, da leitura do trecho do referido Memorando acima exposto, percebe-se que a SRE reconheceu que o percentual de ações em circulação, cujos detentores manifestaram concordância prévia com o preço ofertado, era inferior ao que havia sido observado em outros precedentes em que fora concedida a dispensa do laudo de avaliação, mas que, dadas as demais especificidades daquele caso, entendia ser pertinente que o Colegiado da CVM concedesse a referida dispensa.

47. Entendemos que o racional lá utilizado poderia ser aplicado também para o presente caso, mesmo considerando não haver aqui manifestação de concordância prévia com o preço ofertado por parte de acionistas da OPA, tendo em vista que a referida concordância parece não ter sido, naquele caso, fundamental para a concessão do pleito, bem como considerando as demais características da presente Oferta, conforme elencamos no parágrafo 36.

48. Dentre estas, ressaltamos o fato de que foi elaborada "avaliação" da Companhia por terceiro, a princípio, independente, que não pôde ser considerada como laudo de avaliação, nos termos da Instrução CVM 361, apenas porque a instituição que elaborou o referido documento não possui experiência comprovada na avaliação de companhias abertas, ainda que tenha preenchido os demais requisitos normativos aplicáveis.

49. Dessa forma, a despeito de não ter havido no caso concreto concordância prévia por parte dos titulares de ações em circulação com o preço da OPA, entendemos que é cabível a concessão, pelo Colegiado da CVM, da dispensa de elaboração do laudo de avaliação previsto pelo art. 8º da Instrução CVM 361, em linha com as considerações observadas no caso de Máquinas Fuchs.

50. Não obstante, caso o Colegiado da CVM delibere no sentido de que se faz necessária, no presente caso, concordância prévia com preço que envolva um percentual relevante das ações objeto da Oferta, entendemos que poderia ser dado um prazo à Ofertante para que a mesma tente obter manifestação dos acionistas objeto da OPA, a fim de que possa ser concedida a dispensa em tela, caso seja apresentada à SRE documentação que comprove a aceitação, quanto ao preço ofertado, de titulares de pelo menos 40% das ações em circulação de emissão da

Companhia, em linha com o que fora observado na OPA para cancelamento de registro de Máquinas Fuchs.

V. Conclusão

51. Por todo o exposto, propomos o encaminhamento do Processo em referência ao SGE, solicitando que o pleito em tela seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora do caso, ressaltando que somos favoráveis à dispensa de laudo de avaliação no âmbito da OPA para cancelamento de registro de Companhia Celg de Participações, nos termos atualmente propostos pela Ofertante, pelos motivos acima expostos.

52. Alternativamente, caso o Colegiado da CVM entenda que não seria cabível a concessão da referida dispensa nos termos atualmente propostos, que seja delegado a esta área técnica a possibilidade de concessão de prazo adicional à Ofertante para que, caso julgue pertinente, apresente manifestação favorável de parte relevante dos titulares de ações em circulação sobre o preço da Oferta, caso em que a dispensa de elaboração de laudo de avaliação poderia então ser concedida pela SRE, desde que tal manifestação alcance ao menos 40% das ações em questão, em linha com o que foi observado no precedente da OPA para cancelamento de registro de Indústria de Máquinas Agrícolas Fuchs S.A.

Atenciosamente,

GUSTAVO LUCHESE UNFER  
Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO  
Gerente de Registros -1

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

DOV RAWET  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro**, Gerente, em 22/03/2016, às 13:19, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet**, Superintendente de Registro, em 22/03/2016, às 14:42, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer**, Analista, em 22/03/2016, às 16:38, 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](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0089519** e o código CRC **1D685977**.  
*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" 0089519 and the "Código CRC" 1D685977.*