



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 56/2016-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 25 de maio de 2016.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: OPA Unificada de Banco Daycoval S.A. - Processo CVM nº RJ-2015-8057

Senhor Superintendente,

1. Requer Banco Daycoval S.A. (“Companhia” ou “Daycoval”), Salim Dayan, Carlos Moche Dayan e Rony Dayan (“Controladores” e, em conjunto com a Companhia, “Ofertantes”), por intermédio do Banco Itaú BBA S.A., a concessão do registro de oferta pública de aquisição de ações (“OPA Unificada”, “Oferta” ou “OPA”) de emissão da Companhia para conversão de registro de emissor de categoria A para a categoria B (“Conversão de Registro”) e “Voluntária” (visando à sua saída do segmento especial denominado “Nível 2” da BM&FBovespa S.A.), nos termos do art. 10 da Instrução CVM nº 480/09 (“Instrução CVM 480”), da Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361”) e do Regulamento do Nível 2 da BM&FBovespa.
2. Vale ressaltar que a OPA para Conversão de Registro deve observar os mesmos requisitos da OPA para cancelamento de registro de que trata o § 4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 (“LSA”), conforme preceitua o art. 10 combinado com o inciso II do art. 48, ambos da Instrução CVM 480.
3. A Companhia é inscrita no CNPJ/MF sob o nº 62.232.889/0001-90, e seu capital social é representado por 160.869.792 ações ordinárias e 84.485.997 ações preferenciais.
4. Segundo as informações constantes do último Formulário de Referência disponível, a totalidade das ações ordinárias de emissão da Companhia são de titularidade de seus Controladores.
5. Em relação às ações preferenciais de emissão da Companhia: (i) 20.974.210 (24,82% do total de ações dessa espécie) são de titularidade de seus Controladores e pessoas a eles vinculadas; (ii) 511.826 (0,60% do total de ações dessa espécie) são de titularidade dos administradores da Companhia; (iii) 1.225.548 (1,45% do total de ações dessa espécie) estão em tesouraria; e (iv) 61.774.413 ações (73,12% do total de ações dessa espécie e 25,18% de seu capital social total) encontram-se em circulação no mercado e, juntamente com as ações de titularidade dos administradores, serão objeto da presente Oferta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6. Além do procedimento diferenciado que consiste na unificação das duas modalidades de OPA descritas acima, os Ofertantes requerem, ainda, que seja concedida pela CVM as seguintes dispensas:

(i) do limite de 1/3 previsto no inciso I do art. 15 da Instrução CVM 361, caso não seja atingido o quórum de 2/3, previsto no inciso II do art. 16 da mesma Instrução, para sucesso da OPA para Conversão de Registro e a OPA para Saída do Nível 2 subsista; e

(ii) da vedação à aquisição de ações pela própria Companhia em mercados organizados a preços superiores aos de mercado, constante do inciso II do artigo 7º da Instrução CVM nº 567/14 (“Instrução CVM 567”).

I. Características da Oferta

7. A presente OPA Unificada visa a atender (i) ao disposto no art. 10 da Instrução CVM 480, que trata da conversão de modalidade de emissor de valores mobiliários da categoria A para a categoria B, e (ii) ao Regulamento de Listagem do Nível 2, para saída de Daycoval daquele segmento especial de negociação e governança corporativa da BM&FBovespa.

8. A Saída do Nível 2 foi deliberada em Assembleia Geral de acionistas datada de 24/07/2015, em observação ao que preceitua o item 10.1 do Regulamento do Nível 2.

9. Vale ressaltar que, inicialmente, a presente OPA visava, além de sua saída do Nível 2 da BM&FBovespa, ao cancelamento de registro da Companhia de que trata o § 4º do art. 4º da LSA, ao invés de sua Conversão de Registro.

10. Não obstante, durante análise do pedido de registro da Oferta por esta área técnica, constatou-se que havia, além das ações objeto da OPA, Letras Financeiras da 3ª e da 4ª emissões em circulação de emissão da Companhia.

11. Dessa forma, durante o período de análise da documentação da Oferta, solicitamos o encaminhamento de documentação que comprovasse o pleno atendimento aos requisitos previstos no art. 47 da Instrução CVM 480.

12. Os Ofertantes, por sua vez, interpuseram, em 27/11/2015, Recurso contra aquele entendimento da SRE, manifestando-se no sentido de que o art. 47 da Instrução CVM 480 seria inaplicável às Letras Financeiras, pelo fato de os emissores de tais valores mobiliários estarem sujeitos a regime de divulgação de informações específico.

13. Tal recurso, que foi tratado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2015-12695, foi submetido ao Colegiado da CVM que, em reunião datada de 12/01/2016, negou o seu provimento, condicionando a concessão do registro da OPA Unificada, que incluía a modalidade para cancelamento de registro: (i) à inexistência de Letras Financeiras de sua emissão em circulação; (ii) ao resgate das Letras Financeiras de sua emissão em circulação; (iii) ao vencimento do prazo para pagamento das Letras Financeiras de sua emissão em circulação; (iv) à anuência de todos os titulares das Letras Financeiras de sua emissão em circulação em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

relação ao cancelamento do registro; ou (v) à qualquer combinação das hipóteses anteriores, desde que alcançada a totalidade das referidas Letras Financeiras, nos termos do disposto no art. 47 da Instrução 480.

14. Nesse sentido, e de forma a acatar a decisão do Colegiado da CVM, a Companhia e seus acionistas controladores comunicaram, por meio de Fato Relevante divulgado em 29/01/2016, sua intenção de contatar todos os titulares das Letras Financeiras de emissão da Companhia em circulação de forma a obter a anuência com relação ao cancelamento de registro, nos termos do artigo 47 da Instrução CVM 480.
15. Não obstante, em assembleias gerais dos titulares das Letras Financeiras de emissão da Companhia em circulação, realizadas em 09/03/2016, referentes à 3ª emissão e às 1ª e 2ª Séries da 4ª emissão, não foi obtida a anuência unânime dos titulares dos referidos títulos.
16. Dessa forma, a Companhia e seus acionistas controladores informaram, por meio de Fato Relevante divulgado pela Companhia naquela mesma data, que a estrutura da Oferta seria modificada, de forma a contemplar uma oferta pública unificada para a aquisição de ações preferenciais de emissão da Companhia para fins (a) da Conversão de Registro e (b) da Saída do Nível 2.
17. Assim, a nova estrutura da Oferta foi devidamente aprovada pelos titulares de ações ordinárias de emissão da Companhia, em AGE realizada no dia 29/03/2016, a qual também deliberou sobre a participação da Companhia, em conjunto com os acionistas controladores, como ofertante no âmbito da OPA Unificada, exclusivamente caso seja verificado o quórum de sucesso para Conversão de Registro.
18. Nesse sentido, a participação da Companhia como ofertante, nesse caso, estaria limitada: (a) ao seu saldo de lucros ou reservas; e (b) à 50% do valor da Oferta; aplicando-se o menor limite, dentre os acima referidos, para se determinar a quantidade de ações objeto da Oferta que serão adquiridas pela Companhia
19. Caso o quórum de sucesso para Conversão de Registro não seja atingido, a OPA que subsistirá será apenas aquela destinada à saída do Nível 2 da BM&FBovespa, em que apenas o acionista controlador pode ser o ofertante, conforme previsto pelo item 11.2 daquele segmento especial.
20. Ademais, cabe mencionar que a aquisição, por parte da Companhia, de ações de sua própria emissão no âmbito da OPA para Conversão de Registro também foi deliberada e aprovada pelo seu Conselho de Administração, em reunião realizada no dia 29/03/2016.
21. De acordo com a lista de acionistas fornecida pelos Ofertantes, datada de 28/12/2015 (fls. 87 a 100), a OPA Unificada de Daycoval é destinada a aproximadamente 600 acionistas, titulares de 61.774.413 ações preferenciais em circulação (“*free float*”), bem como a seus administradores, titulares de 511.826 ações daquela espécie, as quais representam respectivamente cerca de 25,18% e 0,21% de seu capital social.
22. Vale ressaltar que para o cômputo do quórum de sucesso para fins da Conversão de Registro da Companhia não serão consideradas as aceitações da Oferta por parte de seus



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

administradores, tendo em vista que as ações por eles detidas não são consideradas ações em circulação, nos termos do inciso III do art. 3º da Instrução CVM 361.

23. O preço da Oferta é de R\$ 9,69 por ação preferencial objeto, valor considerado pelos Ofertantes como “justo”, nos termos do § 4º do art. 4º da LSA e do inciso I do art. 16 da Instrução CVM 361.
24. Tal preço foi definido com base em Laudo de Avaliação (“Laudo”) elaborado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. (“Avaliador”), que concluiu que a metodologia do fluxo de dividendos descontados seria a que melhor captura o desempenho futuro e as especificidades das operações da Companhia, tendo sido obtido, por meio da referida metodologia, o intervalo de preço por ação de R\$ 6,88 a R\$ 7,56.
25. A escolha do Avaliador se deu em AGE realizada em 24/07/2015, a partir de lista tríplice definida pelo Conselho de Administração da Companhia, tendo sido deliberada pela maioria dos titulares de ações em circulação presentes naquela assembleia, de acordo com o que preceitua o Regulamento do Nível 2.
26. A minuta do Edital da OPA prevê que a saída da Companhia do Nível 2 ocorrerá independentemente do número de ações adquiridas no âmbito da Oferta, ainda que não seja alcançado o quórum de sucesso para a Conversão de Registro, de que trata o inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361.
27. Nesse sentido, caso a OPA Unificada não alcance o quórum de sucesso de que trata o referido dispositivo normativo, os Ofertantes prosseguirão com a OPA para Saída do Nível 2.
28. Por conta dessa possibilidade é que os Ofertantes solicitam, com fulcro no art. 35 da Instrução CVM 361, a concessão da dispensa do limite de 1/3 para aquisição de ações em circulação, limite esse que incide nos casos de OPA que tenham aceitação por titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 das referidas ações, conforme prevê o art. 15 da referida Instrução.
29. Os Ofertantes entendem e esclarecem, no item 2.2 da minuta de Edital da OPA, que a Conversão de Registro e a saída do Nível 2 resultarão em benefícios à Companhia e aos seus acionistas minoritários.
30. Ademais, à exceção dos pedidos de dispensa solicitados, ressaltamos que a Oferta cumpre com os demais requisitos previstos na regulamentação aplicável às OPA.

II. Alegações dos Ofertantes

31. Com vistas a obter o sucesso em seus pleitos, os Ofertantes apresentaram a fundamentação transcrita abaixo, com os grifos originais:

“(…)”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Artigo 15 da Instrução CVM 361

Caso a Condição para a Conversão de Registro **não seja verificada**, as Ofertantes, nos termos do inciso II do artigo 15 da Instrução CVM 361, desistirão da OPA para Conversão de Registro, mas prosseguirão com a OPA para Saída do Nível 2.

Nesse contexto, a OPA de Saída do Nível 2 está sendo elaborada em cumprimento à exigência constante da Seção XI do Regulamento do Nível 2 para Saída do Nível 2, em especial os itens 11.1 e 11.2, que estabelecem que a Saída do Nível 2 está condicionada à: (i) prévia aprovação pelos acionistas da Companhia; e (ii) a efetivação da Oferta pelo acionista controlador pelo respectivo valor econômico, confirmado por avaliador independente.

Nesta ocasião, visando assegurar o cumprimento integral das regras previstas no Regulamento do Nível 2 para a Saída do Nível 2, cujo objetivo é permitir que os acionistas que desejam participar da OPA para Saída do Nível 2 tenham a oportunidade de vender integralmente suas Ações Objeto da Oferta, pelo respectivo valor econômico, o que não se verificaria na hipótese de eventual rateio decorrente dos limites previstos no inciso I do artigo 15 da Instrução CVM 361, **as Ofertantes reiteram o requerimento da dispensa de tais limites**, caso a Condição para Conversão de Registro não seja verificada (mas se prossiga exclusivamente com a OPA para Saída no Nível 2), de modo que não existam limites mínimos ou máximos para a aquisição de Ações Objeto da Oferta pelas Ofertantes.

Nesse contexto, verifica-se, portanto, um conflito entre as normas acima mencionadas na medida em que, enquanto o Regulamento do Nível 2 determina ao acionista controlador a realização de uma oferta pública de aquisição de ações destinada à totalidade dos demais acionistas, visando a oferecer evento de liquidez a toda base acionária da Companhia, o inciso I, do artigo 15, da Instrução CVM 361, nos casos em que especifica, limita a aquisição de ações à fração de 1/3 (um terço) das ações em circulação no caso de não haver aceitação por titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação da Companhia, o qual destacamos abaixo:

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

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

II - desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação;

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

Ora, a OPA para Saída do Nível 2, no caso de não verificação da Condição para Conversão de Registro, portanto, deve ser destinada à totalidade dos acionistas não controladores da Companhia, por se tratar de uma garantia criada por vínculo contratual, para proteção de direitos dos acionistas, adicionalmente às existentes na legislação brasileira, visando assegurar uma oferta a valor econômico, a fim de que possam se desfazer do investimento, em função da Saída do Nível 2.

Nesse sentido, evidencia-se que os limites impostos pelo artigo 15 da Instrução CVM 361 restam por prejudicar os próprios acionistas destinatários da OPA para Saída do Nível 2 que pretendem aceitá-la e alienar suas ações, na não verificação da Condição para Conversão de Registro.

A esse respeito, a Diretora desta D. Comissão, Ana Novaes, proferiu em seu voto no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5652 o quanto segue:

“Observe-se que impedir numa OPA de Saída de Nível a compra da totalidade das ações ofertadas pelo mercado significaria impor ao acionista minoritário uma perda patrimonial referente à perda do “prêmio” pago pela listagem em segmento nobre daquelas ações que não fossem adquiridas devido à regra limitando a compra a 1/3.”

Em vista dessa incompatibilidade entre o disposto no Regulamento do Nível 2 e as limitações previstas no artigo 15 da Instrução CVM 361, esta D. Comissão prevê no artigo 35 da mesma Instrução a possibilidade de ser excepcionada a regra do artigo 15, desde que cumpridos os requisitos previstos nos incisos I e II do referido artigo 35, conforme disposto abaixo:

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

Ainda que, a priori, a presente Oferta implique em conversão de registro, caso a Condição para Conversão de Registro não seja verificada, as Ofertantes desistirão da OPA para Cancelamento de Registro e prosseguirão apenas com a OPA para Saída do Nível 2, deixando de ser configurada, assim, potencial discordância com relação ao último trecho do inciso I do artigo 35 da Instrução CVM 361 transcrita acima.

Importa observar, portanto, que **o presente pedido de dispensa é requerido apenas no contexto da não verificação da Condição para Conversão de Registro, com a consequente desistência da OPA para Conversão de Registro e manutenção da OPA para Saída do Nível 2.**

Adicionalmente, cumpre esclarecer que a própria Instrução CVM 361 permite ao Colegiado desta D. CVM, dispensar ou aprovar procedimentos ou formalidades, na existência de situações excepcionais. É como se manifesta novamente a Diretora Ana Novaes, no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5652:

"24. Embora a dispensa do artigo 35 da Instrução CVM nº 361/2002 não seja aplicável a ofertas que impliquem também no Cancelamento de Registro, o artigo 34 do mesmo normativo permite ao Colegiado da CVM dispensar ou aprovar procedimentos ou formalidades relacionados a determinada OPA, quando existirem situações excepcionais. (...)

25. Assim, entendo que o Colegiado pode, com base no caput do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/2002, vir a afastar a incidência das limitações impostas pelo artigo 15 do mesmo normativo em determinadas OPAs Unificadas que visem tanto à Saída de Nível quanto ao Cancelamento de Registro, como, aliás, já o fez em alguns precedentes. Essa dispensa naturalmente não será concedida automaticamente, mas com base em uma análise circunstanciada que vise confirmar a existência de situações excepcionais que justifiquem o pleito. (...)" (grifos nossos)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Neste sentido, as Ofertantes acreditam que a própria subsistência da OPA para Saída do Nível 2 na eventualidade de não atendimento da Condição para Conversão de Registro e a consequente desistência da OPA para Conversão de Registro, configura, por si só, uma situação excepcional, que ensejaria, por parte do Colegiado desta D. CVM, a dispensa do requisito previsto no artigo 15 da Instrução CVM 361.

Vale reiterar que, caso os limites previstos no artigo 15 da Instrução CVM 361 permaneçam aplicáveis na ocasião de não verificação da Condição para Conversão de Registro, não será possível o atendimento integral do requisito previsto na Seção XI do Regulamento do Nível 2 para que seja realizada a Saída do Nível 2, qual seja, a realização de uma oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia por razões alheias à vontade das Ofertantes.

Dessa forma, conforme mencionado acima, estão presentes todos os requisitos necessários à dispensa ora pleiteada, uma vez que: (i) a realização da Oferta decorre de exigência constante do item 11.2 do Regulamento do Nível 2 e de deliberação voluntária dos acionistas da Companhia na assembleia geral extraordinária realizada em 24 de julho de 2015; (ii) após a desistência acerca da OPA para Conversão de Registro, conforme aplicável, a Oferta não implicará cancelamento do registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado como emissora de valores mobiliários categoria “A” ou tampouco haverá conversão para categoria “B”; e (iii) o preço de aquisição das Ações será confirmado por Laudo de Avaliação, apurado pelo Avaliador.

Dessa forma, pelos motivos mencionados acima, as Ofertantes requerem a esta D. CVM a dispensa dos limites previstos no artigo 15 da Instrução CVM 361, exclusivamente no caso da Condição para Conversão de Registro não ser verificada e a OPA para Saída do Nível 2 subsistir.

Dispensa do artigo 7º da Instrução CVM 567 (antigo artigo 12 da Instrução CVM 10)

Preliminarmente, cumpre notar que, quando do Pedido de Registro, vigia a Instrução da CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, conforme alterada (“**Instrução CVM 10**”), sendo que, neste contexto, solicitamos a esta D. Comissão a dispensa de seu artigo 12.

O artigo 12 da Instrução CVM 10, correspondente direto do artigo 7º da atual Instrução CVM 567, não trazia qualquer exceção à referida vedação da aquisição de ações pela própria companhia a preços superiores aos preços de mercado, sendo que, em nossa opinião, o pedido de dispensa seria claramente necessário.

“Art. 12. O preço de aquisição das ações não poderá ser superior ao valor de mercado.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Ocorre que, uma vez que a Conversão de Registro será aprovada pela AGE durante a vigência da Instrução CVM 567, devemos averiguar se a presente Oferta demandará quaisquer dispensas no âmbito do referido normativo.

Neste sentido, a nova redação trazida pelo artigo 7º, II, da Instrução CVM 567, refere-se apenas à vedação da aquisição de ações pela própria companhia a preços superiores aos preços de mercado, **em mercados organizados de valores mobiliários**:

“Art. 7º A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão é vedada quando:

(...)

II – for realizada **em mercados organizados de valores mobiliários** a preços superiores aos de mercado;

(...).”

Cumpra observar que, nos termos do artigo 2º, parágrafo 3º da Instrução CVM 361, “**considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado**, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante”.

Neste sentido, tendo em vista: (i) a revogação da Instrução CVM 10 e a entrada em vigor da Instrução CVM 567; (ii) a redação trazida pelo artigo 7º da Instrução CVM 567, que veda apenas a aquisição de ações pela própria companhia a preços superiores aos preços de mercado, em mercados organizados de valores mobiliários; e (iii) as ofertas públicas de aquisição de ações, nos termos da Instrução CVM 361, são aquelas realizadas fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, **entendemos que o pedido de dispensa ora referido não se faz mais necessário**.

Não obstante, caso esta D. Comissão discorde de tal entendimento e entenda que a dispensa permanece necessária, seguem abaixo os nossos argumentos favoráveis à concessão da dispensa do artigo 7º, II, da Instrução CVM 567, bem como reiteramos, desde já, por meio desta, a solicitação de referido pedido de dispensa:

Nos termos do antigo artigo 12 da Instrução CVM 10, o preço de aquisição de ações de sua própria emissão por companhias abertas não poderá ser superior ao seu valor de mercado, conforme destacamos abaixo.

“Art. 12. O preço de aquisição das ações não poderá ser superior ao valor de mercado.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O dispositivo acima possui o mesmo conteúdo trazido pelo artigo 7º, inciso II da nova Instrução CVM 567, qual seja:

“Art. 7º A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão é vedada quando:

(...)

II – for realizada em mercados organizados de valores mobiliários a preços superiores aos de mercado;

(...).”

Ainda, nos termos do caput do artigo 16 da Instrução CVM 361, do parágrafo §4º do art. 4º da Lei das Sociedades por Ações e do item 10.2 do Regulamento do Nível 2, é permitida, no caso de ofertas públicas de aquisição de ações para fins de cancelamento de registro (ou conversão de registro) para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, a sua formulação pela própria Companhia, ocasião na qual a Companhia deverá por óbvio adquirir ações de sua própria emissão, estando, assim, sujeita às disposições da nova Instrução CVM 567, inclusive com relação à limitação expressa anteriormente no artigo 12 da Instrução CVM 10 e agora expressa no artigo 7º, inciso II da nova Instrução CVM 567.

Não obstante, o inciso I do mesmo artigo 16 da Instrução CVM 361 determina que, no âmbito das ofertas públicas de aquisição de ações para fins de cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, o preço ofertado por ação deve “ser justo, na forma estabelecida no §4º do art. 4º da Lei 6.404/76, e tendo em vista a avaliação a que se refere o §1º do art. 8º”.

Somado ao que dispõe a Instrução CVM 361, o Regulamento do Nível 2 exige, nos termos de suas Seções X e XI, que as ofertas públicas de aquisição de ações para fins do cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários e saída do Nível 2 sejam precedidas de elaboração de laudo de avaliação e que o preço ofertado por ação seja equivalente ao seu valor econômico, apurado com base em tal laudo de avaliação. No presente caso, o Preço por Ação foi confirmado pelo Laudo de Avaliação, representando prêmio em relação ao valor das Ações Objeto da Oferta.

Observa-se, novamente, um conflito entre as normas acima mencionadas, considerando que o preço por ação oferecido pela ofertante (companhia aberta), que deverá corresponder ao preço por ação justo e o valor econômico a que se referem a Instrução CVM 361 e o Regulamento do Nível 2, respectivamente, poderá ser superior ao valor de mercado das ações em questão, não sendo, portanto, compatível com a vedação de que trata o artigo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

7º, inciso II da nova Instrução CVM 567 e anteriormente tratava o artigo 12 da Instrução CVM 10.

Ora, caso a limitação do artigo 7º, inciso II da nova Instrução CVM 567 (antigo artigo 12 da Instrução CVM 10) seja atendida, não será possível a plena observância dos dispositivos da Instrução CVM 361 e do Regulamento do Nível 2, impedindo, assim, que companhias abertas figurem como ofertantes e ofereçam, aos destinatários da oferta, preço por ação que seja considerado justo, nos termos da legislação aplicável.

Ainda, a não concessão da dispensa ora pleiteada não colaboraria para se atingir os reais objetivos dos referidos normativos, quais sejam, de coibir o tratamento não equitativo entre os acionistas das companhias abertas, a manipulação de mercado e oferecer uma contraprestação justa aos mesmos, na ocasião de cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários e saída de segmento de governança corporativa da companhia da qual são acionistas.

Assim, importa reiterar que o preço por ação a ser ofertado no âmbito das ofertas públicas de aquisição de ações, cujo valor é referendado por meio de laudo de avaliação, normalmente compreende um prêmio em relação ao valor de mercado, configurando, desta forma, o preço justo de que trata a regulamentação aplicável. O presente caso não é diferente, representando o preço por Ação valioso prêmio em relação ao valor das Ações Objeto da Oferta.

Por certo, neste caso, não há se falar em tratamento desigual entre os acionistas na medida em que a Oferta é dirigida à totalidade dos acionistas titulares de Ações em Circulação.

Neste sentido, a própria Instrução CVM 10, em seu artigo 23, previa e a nova Instrução CVM 567 prevê, em seu artigo 12, a possibilidade de autorização, pela CVM, de operações das companhias com ações de sua própria emissão em condições diferentes das previstas nas referidas normas:

Instrução CVM 10

“Art. 23. Respeitado o disposto no Art. 2º, a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução.”

Instrução CVM 567

“Art. 12. Ressalvadas as exigências da Lei nº 6.404, de 1976, em situações excepcionais e devidamente justificadas, a CVM, desde que previamente consultada, pode aprovar a negociação de ações de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

própria emissão por companhia aberta em condições diferentes das previstas nesta Instrução.”

Cumpra observar que o Colegiado desta D. Comissão já se manifestou favoravelmente à aplicação do referido artigo 23 da Instrução CVM 10, especificamente com relação à inaplicabilidade do artigo 12 do mesmo normativo. É o caso do Processo Administrativo CVM nº RJ2011/1535, que se trata de uma consulta elaborada pela Minerva S.A., no âmbito de uma oferta pública voluntária para aquisição da totalidade dos bônus de subscrição de sua própria emissão. Em linhas gerais, é questionada a possibilidade de efetivação da referida oferta pública pelo valor econômico dos bônus de subscrição, apurado por laudo de avaliação, nos termos do artigo 8º da Instrução CVM 361 e em inobservância da Instrução CVM 10. Sobre o fato, a Diretora Luciana Dias proferiu em seu voto o quanto segue:

“Ademais, dois outros fatores contribuem para que, no presente caso, seja possível prescindir dos limites estabelecidos na Instrução CVM n.º 10, de 1980. O primeiro é que a Minerva **se propõe a fixar o preço da OPA com base em laudo de avaliação** elaborado nos termos do art. 8º da Instrução CVM n.º 361, de 2002. O laudo exigido pelo art. 8º da Instrução CVM n.º 361, de 2002, é documento regulado especificamente para lidar com situações em que a companhia ou o controlador negociarão com valores mobiliários emitidos pela própria companhia. Assim, me parece que fixar o preço de recompra com base em laudo, nos termos do art. 8º da Instrução CVM n.º 361, de 2002, é adequado ao presente caso.

Outra característica da recompra proposta pela Minerva que parece corroborar a autorização de recompra acima de valor de Mercado é o fato de que a recompra será feita por meio de oferta pública seguindo dos princípios da Instrução CVM n.º 361, de 2002, conforme proposto pela Minerva, minimizando os riscos de manipulação de mercado e práticas não equitativas.

Por estas razões e pelas características da operação, não parece adequado aplicar o art. 12 da Instrução CVM n.º 10, de 1980, no presente caso.” (grifos nossos)

Claramente observa-se que o precedente acima mencionado harmoniza-se com a Oferta. Tanto na presente situação como naquela, é intenção das ofertantes realizar a oferta pública de aquisição a um preço econômico justo por elas atribuído, referendado por laudo de avaliação, sendo que no presente caso, o Preço por Ação está acima do preço de mercado das ações, por incorporar prêmio, o que é de interesse de todos os destinatários da oferta, não havendo, portanto, prejuízo.

Ademais, a Oferta trata de forma equânime a totalidade dos acionistas titulares de ações em circulação. Nesse sentido, a concessão de dispensa aqui solicitada



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

estaria em perfeita sincronia com os requisitos exigidos pela Instrução CVM 361 e, no presente caso, com o Regulamento do Nível 2.

Neste sentido, e pelos motivos acima elencados, as Ofertantes reiteram o requerimento à esta D. CVM, para que seja concedida a dispensa da vedação de que trata o artigo 7º, inciso II da nova Instrução CVM 567 (novo artigo 12 da Instrução CVM 10), para que desta forma, o disposto no artigo 8º da Instrução CVM 361 e nas Seções X e XI do Regulamento do Nível 2 sejam plenamente observados.

IV Do procedimento diferenciado: unificação da OPA para Conversão de Registro e da OPA para Saída do Nível 2

Reiteramos abaixo as justificativas já apresentadas quando do Pedido de Registro, para o pedido de unificação da OPA para Conversão de Registro e da OPA para Saída do Nível 2.

Nos termos do artigo 34, §2º, da Instrução CVM 361, as Ofertantes e a Instituição Intermediária requerem a autorização para adoção do procedimento diferenciado para unificação da OPA para Conversão de Registro e da OPA para Saída do Nível 2, uma vez que (i) as duas ofertas visam ao mesmo público alvo; (ii) há compatibilidade dos procedimentos; (iii) não haverá qualquer prejuízo para os destinatários da Oferta decorrentes da unificação, haja vista que a Oferta será realizada pelo preço justo (conforme apurado pelo Laudo de Avaliação), o qual será o mesmo para ambas as ofertas; e (iv) a realização segregada da OPA para Conversão de Registro e da OPA para Saída do Nível 2 aumentaria a probabilidade de abstenção, criando dificuldade aos acionistas de se posicionarem frente a uma oferta ou outra.

Cumprе observar que o Colegiado desta D. Comissão já se manifestou favoravelmente à unificação de ofertas públicas de aquisição de ações visando finalidades distintas, dentre as quais, o cancelamento de registro de companhia e a saída de segmento diferenciado de governança corporativa da BM&FBOVESPA, uma vez observada a compatibilidade dos procedimentos entre as diferentes modalidades e a ausência de prejuízo para os acionistas destinatários, em cada caso específico, como nos seguintes precedentes:

OPA Unificada da Companhia Cacique de Café Solúvel para duas finalidades (por aumento de capital e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ2014/7916 – Decisão de 21/01/2015;

OPA Unificada da Companhia Providência Indústria e Comércio para três finalidades (por alienação de controle, para cancelamento de registro e para saída do Novo Mercado) – Processo CVM nº RJ2014/7376 – Decisão de 30/06/2015;

OPA Unificada de Amil Participações S.A. para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Novo Mercado e para



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ2012/13241 – Decisão de 19/03/2013;

OPA Unificada de Redentor Energia S.A. para duas finalidades (para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ2012/9648 – Decisão de 29/01/2013;

OPA Unificada de Pearson Sistemas do Brasil S.A. para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Nível 2 da BM&FBOVESPA e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ2010/14993 – Decisão de 01/02/2011;

OPA Unificada de Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S.A., para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro) – Processo CVM nº RJ2010/11232 – Decisão de 16/11/2010;

OPA unificada de GVT Holding S.A., para quatro finalidades (por alienação de controle, por aumento de participação, para saída do Novo Mercado, e para cancelamento de registro) – Processo CVM RJ2009/11570 – Decisão de 23/03/2010; e

OPA Unificada de Anglo Ferrous Brazil S.A. (anteriormente denominada IronX Mineração S.A.) para três finalidades (por alienação de controle, para saída do Novo Mercado e para cancelamento de registro) – Processo nº CVM RJ2008/7781 – Decisão de 07/10/2008.

Ainda, o Colegiado da CVM ratificou entendimento quanto à possibilidade de formulação de uma única oferta, visando cumulativamente ao cancelamento de registro de companhia aberta e à saída de segmento diferenciado de governança corporativa da BM&FBOVESPA, quando de sua decisão datada de 6 de novembro de 2012, no âmbito do Processo CVM nº RJ2012/5652, no sentido de que “o Colegiado entendeu ser possível autorizar a realização de uma única OPA visando ao Cancelamento de Registro e à Saída de Nível, desde que satisfeitos os requisitos previstos no §2º do art. 34 da Instrução CVM 361/02”.

Desta forma, as Ofertantes e a Instituição Intermediária, à luz da regulamentação em vigor e dos precedentes analisados por esta D. Comissão, bem como considerando que a OPA para Conversão de Registro equipara-se, para todos os fins, à OPA para Cancelamento de registro, entendem que estão presentes todos os requisitos necessários à concessão, por essa D. Comissão, de autorização para unificação da OPA para Conversão de Registro e da OPA para Saída do Nível 2, incluindo o cumprimento dos requisitos previstos no §2º do artigo 34 da Instrução CVM 361, e desta forma, **reiteram o requerimento para que seja concedido o registro da presente Oferta com a adoção de**



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

procedimento diferenciado para unificação da OPA para Conversão de Registro e da OPA para Saída do Nível 2.

IV Pedido

Diante do todo exposto, as Ofertantes e a Instituição Intermediária respeitosamente reiteram os requerimentos previamente solicitados quando do Pedido de Registro da Oferta e ainda observada a modificação da estrutura da Oferta anteriormente mencionada, no sentido de que:

1. seja concedido o competente registro da Oferta por esta D. Autarquia, com a adoção de procedimento diferenciado para unificação da OPA para Conversão de Registro e da OPA para Saída do Nível 2; e
2. seja concedida, por esta D. Comissão, a dispensa dos limites previstos no artigo 15, inciso I da Instrução CVM 361, caso a Condição para Conversão de Registro não seja verificada e a OPA para Saída do Nível 2 subsista; e
3. caso, não obstante os argumentos expostos no item III.2 acima, esta D. Comissão entenda que o artigo 7º, inciso II da Instrução CVM 567 é aplicável à presente Oferta, requer seja concedida, por esta D. CVM, a dispensa da vedação anteriormente constante do artigo 12 da Instrução CVM 10 e atualmente constante do artigo 7º, II da Instrução CVM 567.”

III. Nossas Considerações

32. Trataremos, nesta seção: (i) da possibilidade de unificação das OPA para Conversão de Registro e para saída do Nível 2; (ii) do pedido de dispensa da observância ao limite de 1/3 previsto pelo inciso I do artigo 15 da Instrução CVM 361, caso não seja atingido o quórum de sucesso para Conversão de Registro da Companhia e a OPA para Saída do Nível 2 subsista; e (iii) da aplicabilidade e do pedido de dispensa de observância à vedação constante do inciso II do artigo 7º da Instrução CVM 567.
33. No que concerne à possibilidade de realização de uma única OPA, visando a mais de uma finalidade, destacamos o disposto no § 2º do art. 34 da Instrução CVM 361, nos seguintes termos:

“Art. 34, § 2º. A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.”. (grifo nosso)

34. Tendo em vista o dispositivo normativo acima, há que se avaliar se é possível compatibilizar os procedimentos das diferentes modalidades de OPA envolvidas (neste caso, para cancelamento de registro, com a finalidade de realizar a Conversão de Registro e Voluntária,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

com vistas a sair do Nível 2 da BM&FBovespa), e se a presente Oferta contém mecanismos que permitem a referida compatibilização, sem que haja prejuízo aos seus destinatários.

35. Cabe ressaltar que a unificação das ofertas para cancelamento de registro (ressaltando novamente que a OPA para Conversão de Registro deve observar os mesmos requisitos de uma OPA para cancelamento de registro) e para saída de segmento especial de governança corporativa, uma vez observada a compatibilidade dos procedimentos entre as modalidades e a ausência de prejuízo para os acionistas destinatários, já foi objeto de deliberação favorável do Colegiado da CVM nos seguintes precedentes:

(i) OPA Unificada (por alienação de controle, **para cancelamento de registro e para saída do Nível 1 da BM&FBovespa**) de Banco Industrial e Comercial S.A. - Processo CVM nº RJ-2014-10962 – Decisão de 28/07/2015;

(ii) OPA Unificada (por alienação de controle, **para cancelamento de registro e para saída do Novo Mercado da BM&FBovespa**) de Companhia Providência Indústria e Comércio - Processo CVM nº RJ-2014-7376 – Decisão de 30/06/2015;

(iii) OPA Unificada (por alienação de controle, **para cancelamento de registro e para saída do Novo Mercado da BM&FBovespa**) – Amil Participações S.A. - Processo CVM nº RJ-2012-13241 – Decisão de 19/03/2013;

(iv) OPA Unificada (**para cancelamento de registro e para saída do Novo Mercado da BM&FBovespa**) de Redentor Energia S.A. – Processo CVM nº RJ-2012-9648 – Decisão de 29/01/2013;

(v) OPA Unificada (por alienação de controle, **para cancelamento de registro e para saída do Nível 2 da BM&FBovespa**) de Pearson Sistemas do Brasil S.A. – Processo CVM nº RJ-2010-14993 – Decisão de 01/02/2011;

(vi) OPA Unificada (por alienação de controle, **para cancelamento de registro e para saída do Novo Mercado da BM&FBovespa**) de Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S.A. – Processo CVM nº RJ-2010-11232 – Decisão de 16/11/2010;

(vii) OPA Unificada (por alienação de controle, por aumento de participação, **para cancelamento de registro e para saída do Novo Mercado da BM&FBovespa**) de GVT Holding S.A. – Processo CVM nº RJ-2009-11570 – Decisão de 23/03/2010; e

(viii) OPA Unificada (por alienação de controle, **para cancelamento de registro e para saída do Novo Mercado da BM&FBovespa**) de Anglo Ferrous Brazil S.A. – Processo nº CVM RJ- 2008-7781 – Decisão de 07/10/2008.

36. Ademais, com vistas a avaliar a compatibilização entre as ofertas para cancelamento de registro e para saída de seguimento especial de governança corporativa, elencaremos abaixo os principais requisitos previstos na regulamentação aplicável às referidas modalidades de OPA, e verificaremos se a presente Oferta conta com tais requisitos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

37. A tabela abaixo resume tal verificação, facilitando, dessa forma, a avaliação a ser realizada:

Requisitos	OPA CANCELAMENTO	OPA SAIDA	Presente OPA
<u>Ações Objeto:</u>	Totalidade das ações em circulação no mercado (§ 4º do art. 4º da LSA)	Totalidade das ações em circulação no mercado (item 11.2 do Regulamento do Nível 2)	Totalidade das ações em circulação no mercado
<u>Direito de Resgate:</u>	Previsto (§ 5º do art. 4º da LSA)	Não previsto	Previsto
<u>Preço:</u>	Preço Justo (§ 4º do art. 4º da LSA)	Valor Econômico apurado em Laudo de Avaliação (item 11.2 e Seção X do Regulamento do Nível 2)	Preço Justo dado pelo Valor Econômico da Companhia, apurado em Laudo de Avaliação
<u>Revisão de Preço:</u>	Previsto (art. 4º-A da LSA)	Não previsto	Previsto
<u>Elaboração de Laudo de Avaliação:</u>	Previsto (inciso VI do art. 4º e art. 8º da ICVM 361).	Previsto (item 11.2 e Seção X do Regulamento do Nível 2)	Previsto
<u>Regras para escolha do Avaliador:</u>	Empresa especializada com experiência comprovada (§ 1º art. 8º da ICVM 361)	Lista Triíplice e escolha pelos minoritários (item 11.2 e 10.1.1 do Regulamento do Novo Mercado)	Lista Triíplice de Empresas especializadas com experiência comprovada e escolha pelos minoritários
<u>Direito de vender ao Ofertante por até 3 meses após o Leilão (Put):</u>	Previsto (§ 2º do art. 10 da ICVM 361)	Não previsto	Previsto
<u>Limites de 1/3 e 2/3:</u>	Previsto (art. 15 da ICVM 361)	Não Previsto	<u>Não previsto (pedido de dispensa)</u>
<u>Quórum de Sucesso:</u>	Mais de 2/3 aceite a OPA ou concorde expressamente com a conversão de registro (inciso II do art. 16 da ICVM 361)	Não previsto	Previsto para que haja a conversão de registro da Companhia

38. A partir da leitura da tabela acima, verifica-se que a OPA Unificada da Companhia conta com os requisitos mais restritivos de cada uma das duas modalidades de oferta envolvidas, à exceção da observância aos limites de 1/3 e 2/3, de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361.

39. Dessa forma, uma vez que seja concedida a dispensa da observância ao referido requisito normativo, entendemos que a presente OPA compatibiliza os procedimentos das OPA para cancelamento de registro e para saída do Nível 2 da BM&FBovespa, não havendo, dessa forma, prejuízo para os destinatários da Oferta, motivo pelo qual não vemos óbice à unificação das referidas modalidades de OPA no presente caso.

40. No que se refere à dispensa dos limites previstos pelo art. 15 da Instrução CVM 361, cabe destacar que, no precedente supramencionado da OPA de Redentor Energia S.A., que envolvia a unificação das modalidades de OPA para cancelamento de registro e saída do Novo Mercado da BM&FBovespa, o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente à unificação das ofertas, nos termos do § 2º do art. 34 da Instrução CVM 361, bem como



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

dispensou os limites de aquisição de 1/3 e 2/3, com base no que preceitua o art. 35 da mesma Instrução.

41. Naquele caso, o Colegiado, em decisão datada de 29/01/2013, deliberou nos seguintes termos:

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

A unificação visa atender às seguintes modalidades de OPA:

- i. para cancelamento de seu registro de companhia aberta, nos termos do art. 4º da Lei 6.404/76; e
- ii. para saída do Novo Mercado da BM&FBovespa.

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

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

42. Vale ressaltar que a Decisão referente à OPA Unificada de Redentor Energia S.A. foi tomada com base na posição da SRE, que se manifestou favoravelmente à dispensa dos limites de 1/3 e 2/3 com base em entendimento anteriormente exposto pelo Colegiado da CVM, em face de consulta realizada por esta área técnica sobre o tema, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-5652, cuja decisão se deu na reunião de 06/11/2012, nos seguintes termos:

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

43. Da Decisão acima, depreende-se que a CVM poderá dispensar o ofertante dos limites de aquisição de 1/3 e 2/3 das ações em circulação de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, em situações excepcionais, numa OPA Unificada que vise tanto à saída de nível diferenciado de governança corporativa, quanto ao cancelamento de registro de companhia aberta junto à CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

44. No caso concreto, conforme denotam os Ofertantes, caso a OPA para Conversão de Registro não obtenha sucesso, subsistirá a OPA para saída do Nível 2 e, nesse caso, passa a ser condição necessária que tal OPA seja estendida para todos os titulares de ações em circulação que desejem alienar suas ações, de forma a cumprir com o requisito previsto na Seção XI do Regulamento do Nível 2.
45. Dessa forma, tal fato, em nosso entendimento, seria uma situação excepcional em que faria sentido conceder-se a dispensa dos limites de aquisição de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, em linha com o entendimento do Colegiado da CVM no âmbito da consulta supracitada.
46. Assim, considerando que é razoável que a OPA seja dispensada da observância aos limites supramencionados, ratificamos que, para fins da unificação das modalidades previstas para a presente Oferta (cancelamento de registro e saída do Nível 2 da BM&FBovespa), encontram-se contemplados os requisitos previstos no § 2º do art. 34 da Instrução CVM 361, quais sejam: *“desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta”*, em linha com o que foi observado pelo Colegiado da CVM nos precedentes anteriormente citados, motivo pelo qual não vemos óbice à unificação em questão.
47. Passaremos agora a analisar o pleito de dispensa da vedação constante do inciso II do artigo 7º da Instrução CVM 567, que prevê que a Companhia não possa adquirir ações de sua emissão *“em mercados organizados de valores mobiliários a preços superiores aos de mercado”*.
48. Sobre esse ponto, cabe lembrar que, caso a OPA em tela atinja o quórum de sucesso para a Conversão de Registro, a própria Companhia será uma das ofertantes, adquirindo ações até seu limite legal ou até 50% do valor da oferta, o que for menor dos dois.
49. Cabe lembrar também que a possibilidade de a Companhia ser ofertante em OPA para cancelamento de registro está expressamente prevista no *caput* do art. 16 da Instrução CVM 361 e, na presente Oferta, consta do item 3.7.1 de seu Edital, nos seguintes termos:
- “3.7.1 Caso a Condição para Conversão de Registro seja verificada e a OPA para Conversão de Registro seja bem sucedida, a participação da Companhia como ofertante estará limitada: (a) ao seu saldo de lucros ou reservas, nos termos do disposto no artigo 30, § 1º, alínea “b”, da Lei das Sociedades por Ações e o artigo 16, parágrafo único, da Instrução CVM 361; e (b) à 50% (cinquenta por cento) do valor da Oferta; aplicando-se o menor limite, dentre os acima referidos, para se determinar a quantidade de Ações Objeto da Oferta que serão adquiridas pela Companhia (**Limite de Aquisição da Companhia**).”*
50. A fim de verificarmos a aplicabilidade da vedação prevista pelo inciso II do art. 7º da Instrução CVM 567 ao presente caso, ou a razoabilidade de eventual dispensa do referido dispositivo normativo, encaminhamos à Superintendência de Relações com Empresas - SEP, em 03/03/2016, o Memorando nº 37/2016/CVM/SRE/GER-1 (fls. 1125 a 1129), solicitando



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

manifestação de entendimento daquela área técnica quanto ao tema em tela, nos seguintes termos:

“Senhor Superintendente,

1. Referimo-nos à documentação constante do Processo em epígrafe, por meio da qual Banco Daycoval S.A. (“Companhia” ou “Daycoval”), Salim Dayan, Carlos Moche Dayan e Rony Dayan (“Controladores” e, em conjunto com a Companhia, “Ofertantes”), por intermédio do Banco Itaú BBA S.A., requerem a concessão do registro de oferta pública de aquisição de ações (“OPA Unificada” ou “Oferta”) de emissão da Companhia, nas modalidades “para cancelamento de registro” e “voluntária” (visando à sua saída do segmento especial denominado “Nível 2” da BM&FBovespa S.A.), nos termos do § 4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 (“LSA”), da Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361”) e do Regulamento do Nível 2 da BM&FBovespa.

2. Além do procedimento diferenciado que consiste na unificação das duas modalidades de OPA descritas acima, os Ofertantes requerem, ainda, que sejam concedidas pela CVM as seguintes dispensas:

(a) dos limites de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, caso não seja atingido o quórum de sucesso para cancelamento de registro da Companhia e a OPA para Saída do Nível 2 subsista; e

(b) da vedação à aquisição de ações pela própria Companhia em mercados organizados a um preço superior a valor de mercado, constante do inciso II do art. 7º da Instrução CVM nº 567/14 (“Instrução CVM 567”), vedação anteriormente constante do art. 12 da revogada Instrução CVM nº 10/80 (“Instrução CVM 10”).

3. Vale ressaltar, ainda, que os Ofertantes poderão alterar uma das modalidades da Oferta em tela, que deixaria de ser “para cancelamento de registro” e passaria a ser “para conversão de registro da Categoria A para Categoria B”, permanecendo as demais características da OPA Unificada inalteradas, sendo que o prazo concedido pela SRE para que os Ofertantes tomem a decisão sobre a referida alteração na Oferta encerrar-se-á em 24/03/2016, a partir do que, em confirmando a configuração final da OPA, a SRE elaborará Memorando a fim de apresentar os pleitos em tela à apreciação do Colegiado da CVM.

4. Em relação aos pleitos de dispensa citados no parágrafo 2º acima, os Ofertantes protocolaram sua fundamentação em 14/08/2015 (Anexo 1: documento 83682 do Processo CVM nº 9957.002613/2015-03) e em 13/10/2015 (Anexo 2: documento 83690 do Processo CVM nº 9957.002613/2015-03).

5. Especificamente em relação ao pleito (b) do parágrafo 2º acima, destaca-se que, caso a OPA em tela atinja o quórum de sucesso para o cancelamento de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

seu registro, a própria Companhia será um dos Ofertantes, adquirindo ações até seu limite legal ou até 50% do valor da Oferta, dos dois o menor.

6. Tal possibilidade está prevista no item 3.7.1 da última versão do Instrumento de OPA protocolada na CVM (Anexo 3: documento 83693 do Processo CVM nº 9957.002613/2015-03), nos seguintes termos:

“3.7.1 Caso a Condição para Cancelamento de Registro seja verificada e a OPA para Cancelamento de Registro seja bem sucedida, a participação da Companhia como ofertante estará limitada: (a) ao seu saldo de lucros ou reservas, nos termos do disposto no artigo 30, § 1º, alínea “b”, da Lei das Sociedades por Ações e o artigo 16, parágrafo único, da Instrução CVM 361; e (b) à 50% (cinquenta por cento) do valor da Oferta; aplicando-se o menor limite, dentre os acima referidos, para se determinar a quantidade de Ações Objeto da Oferta que serão adquiridas pela Companhia (“Limite de Aquisição da Companhia).”

7. Verifica-se, no entanto, que o fato de a Companhia poder adquirir ações de sua própria emissão no âmbito da Oferta seria, a princípio, incompatível com o disposto no inciso II do art. 7º da Instrução CVM 567, transcrito abaixo:

“Art. 7º A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão é vedada quando:

(...)

II – for realizada em mercados organizados de valores mobiliários a preços superiores aos de mercado;

(...)”

8. Do dispositivo normativo acima, nota-se, portanto, que a Companhia só poderia adquirir ações se não fosse a um valor superior ao valor de mercado.

9. Não obstante, nos casos de OPA para cancelamento de registro é previsto pelo art. 16 da Instrução CVM 361 que a própria Companhia figure como ofertante, além de o mesmo dispositivo exigir que a OPA seja realizada a preço justo, nos seguintes termos:

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

I – o preço ofertado deve ser justo, na forma estabelecida no § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76, e tendo em vista a avaliação a que se refere o § 1º do art. 8º;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(...)” (grifos nossos)

10. Assim, nota-se que há um potencial conflito entre os pressupostos da Instrução CVM 361 e o que preceitua a Instrução CVM 567, tendo em vista que uma OPA para cancelamento de registro formulada a preço justo pode oferecer um preço por ação objeto superior ao preço de mercado de tais ações, situação que se apresenta no presente caso concreto.

11. Nesse sentido, conforme descrito no Instrumento de OPA, “O Preço por Ação, (...) equivalente [equivale] a aproximadamente um prêmio de (a) 29% (...) e 33% (...) para o preço médio ponderado das Ações, na BM&FBOVESPA, pelo volume dos últimos 30 (...) dias e para o último fechamento do dia anterior a data de publicação do Fato Relevante, respectivamente; (b) 14% (...) para o preço médio ponderado das Ações, na BM&FBOVESPA, pelo volume nos 12 (doze) meses anteriores à publicação do Fato Relevante”.

12. Além do conflito existente entre os dispositivos normativos supramencionados, há ainda, em nosso entendimento, outros dispositivos na Instrução CVM 361 que devem ser observados de forma a compatibilizar uma OPA com a Instrução CVM 567.

13. Mais especificamente, o § 3º do art. 2º da Instrução CVM 361 dispõe o seguinte:

“Art. 2º, §3º - Para os efeitos desta Instrução, considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante.”

14. De acordo com o dispositivo normativo acima, uma OPA é considerada uma oferta realizada fora de mercados organizados. Contudo, no que tange ao leilão de OPA, tal procedimento deve ser efetivado em bolsa ou entidade de mercado de balcão organizado, conforme dispõe o inciso VII do Art. 4º, transcrito abaixo:

“Art. 4º Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:

VII – a OPA será efetivada em leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, salvo se for expressamente autorizada pela CVM a adoção de procedimento diverso;”

15. Em que pese o dispositivo supramencionado, entendemos que o leilão é apenas uma etapa da OPA que, por sua vez, como a própria Instrução CVM 361 prevê, é realizada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

16. Por esse motivo, de modo preliminar, entendemos não caber a aplicação do inciso II do art. 7º da Instrução CVM 567 nos casos de OPA, não sendo, portanto, nem mesmo cabível o pedido de dispensa de sua observância pleiteado pelos Ofertantes.

17. Em se confirmando tal entendimento, caberia então a observância aos incisos I e II do art. 3º da Instrução CVM 567, que dispõe o seguinte:

“Art. 3º A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão terá sua eficácia condicionada à prévia aprovação pela assembleia geral quando:

I – realizada fora de mercados organizados de valores mobiliários, envolver, ainda que por meio de diversas operações isoladas, mais de 5% (cinco por cento) de espécie ou classe de ações em circulação em menos de 18 (dezoito) meses;

II – for realizada fora de mercados organizados de valores mobiliários e a preços mais de 10% (dez por cento) superiores, no caso de aquisição, ou mais de 10% (dez por cento) inferiores, no caso de alienação, às cotações de mercado;”

18. Sobre esse ponto, cabe mencionar que, no presente caso, a participação da própria Companhia como Ofertante da OPA já fora aprovada em Assembleia Geral Extraordinária, de acordo com o que pressupõe o art. 3º da Instrução CVM 567, não restando, a nosso ver, outros dispositivos a serem observados na referida Instrução para a efetivação da Oferta.

19. De todo o exposto acima, propomos o encaminhamento do presente Memorando e seus Anexos à Superintendência de Relações com Empresas - SEP, solicitando manifestação de entendimento daquela área técnica sobre a possibilidade de a Companhia adquirir ações de sua própria emissão, a preço superior ao valor de mercado, no âmbito da OPA Unificada do Banco Daycoval S.A., à luz dos dispositivos normativos previstos na Instrução CVM 567.” (grifos nossos)

51. A SEP, por sua vez, encaminhou o Relatório nº 30/2016-CVM/SEP/GEA-1 (fls. 1130 a 1133), em resposta ao Memorando supracitado, com o seu entendimento sobre o tema em questão, nos seguintes termos:

“(…)

NOSSAS CONSIDERAÇÕES

7. A Instrução CVM nº 567/15 veda a aquisição de ações, pelo próprio emissor, a valores superiores aos de mercado, conforme estabelecido em seu art. 7º, inciso II.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

8. No entanto, consoante prevê o art. 12 da instrução em comento, em situações excepcionais e devidamente justificadas, a CVM, desde que previamente consultada, pode aprovar a negociação de ações de própria emissão por companhia aberta em condições diferentes das ali previstas.

9. Entendemos, neste caso, restar plenamente justificada a aquisição, pelo banco, de ações de sua emissão acima dos preços praticados no mercado, tendo em vista a obrigação constante do inciso I do art. 16 da Instrução CVM nº 361/02.

10. Em outras palavras, não faria sentido, no caso concreto, obrigar o emissor a cumprir a regra prevista no art. 7º, inciso II, da Instrução CVM nº 567/15 e, em decorrência, prejudicar os acionistas da companhia, aos quais passaria a ser ofertado o preço de mercado, em vez do valor justo das ações por eles detidas, apurado nos termos do § 4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76.

11. Assim sendo, consideramos dispensável, neste momento, a análise do possível conflito existente entre a ressalva constante do § 3º do art. 2º da Instrução CVM nº 361/02 e o disposto no art. 7º, inciso II, da Instrução CVM nº 567/15, inclusive por se tratar de questão ausente da argumentação dos ofertantes.

CONCLUSÃO

12. Pelo exposto, sugerimos que a SRE submeta à apreciação do Colegiado desta Autarquia o pedido de dispensa ao atendimento ao disposto no art. 7º, inciso II, da Instrução CVM nº 567/15, nos termos do disposto no art. 12 do aludido normativo, em conjunto com os pedidos de adoção de procedimento diferenciado formulados pelo emissor, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02.

13. Por fim, propomos o envio da presente manifestação à SRE.” (grifos nossos)

52. Do entendimento da SEP, conforme exposto acima, verifica-se que aquela área técnica mostra-se favorável à dispensa de observância à regra prevista no inciso II do art. 7º da Instrução CVM 567 na presente OPA, pois a aquisição de ações a preços superiores àqueles praticados no mercado restariam plenamente justificados pela necessidade de a OPA para Conversão de Registro (na qual a Companhia poderia ser ofertante) ter que ser realizada a preço justo, de acordo com o previsto do inciso I do art. 16 da Instrução CVM nº 361/02.

53. A SEP ainda considerou desnecessária, naquele momento, a análise de possível conflito existente entre a ressalva constante do § 3º do art. 2º da Instrução CVM nº 361/02 (de que “*considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado*”) e a vedação constante do inciso II do art. 7º da Instrução CVM 567 (pelo qual a Companhia não poderia adquirir ações de sua emissão “*em mercados*”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

organizados de valores mobiliários a preços superiores aos de mercado”), e sugeriu que a SRE encaminhasse tal pleito à apreciação do Colegiado da CVM.

54. Não obstante à sugestão da SEP, ratificamos nosso entendimento manifestado por meio do Memorando nº 37/2016/CVM/SRE/GER-1, nos seguintes termos:

“12. Além do conflito existente entre os dispositivos normativos supramencionados, há ainda, em nosso entendimento, outros dispositivos na Instrução CVM 361 que devem ser observados de forma a compatibilizar uma OPA com a Instrução CVM 567.

13. Mais especificamente, o § 3º do art. 2º da Instrução CVM 361 dispõe o seguinte:

“Art. 2º, §3º - Para os efeitos desta Instrução, considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante.”

14. De acordo com o dispositivo normativo acima, uma OPA é considerada uma oferta realizada fora de mercados organizados. Contudo, no que tange ao leilão de OPA, tal procedimento deve ser efetivado em bolsa ou entidade de mercado de balcão organizado, conforme dispõe o inciso VII do Art. 4º, transcrito abaixo:

“Art. 4º Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:

VII – a OPA será efetivada em leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, salvo se for expressamente autorizada pela CVM a adoção de procedimento diverso;”

15. Em que pese o dispositivo supramencionado, entendemos que o leilão é apenas uma etapa da OPA que, por sua vez, como a própria Instrução CVM 361 prevê, é realizada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado.

16. Por esse motivo, de modo preliminar, entendemos não caber a aplicação do inciso II do art. 7º da Instrução CVM 567 nos casos de OPA, não sendo, portanto, nem mesmo cabível o pedido de dispensa de sua observância pleiteado pelos Ofertantes.

17. Em se confirmando tal entendimento, caberia então a observância aos incisos I e II do art. 3º da Instrução CVM 567, que dispõe o seguinte:

“Art. 3º A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão terá sua eficácia condicionada à prévia aprovação pela assembleia geral quando:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

I – realizada fora de mercados organizados de valores mobiliários, envolver, ainda que por meio de diversas operações isoladas, mais de 5% (cinco por cento) de espécie ou classe de ações em circulação em menos de 18 (dezoito) meses;

II – for realizada fora de mercados organizados de valores mobiliários e a preços mais de 10% (dez por cento) superiores, no caso de aquisição, ou mais de 10% (dez por cento) inferiores, no caso de alienação, às cotações de mercado;”

18. Sobre esse ponto, cabe mencionar que, no presente caso, a participação da própria Companhia como Ofertante da OPA já fora aprovada em Assembleia Geral Extraordinária, de acordo com o que pressupõe o art. 3º da Instrução CVM 567, não restando, a nosso ver, outros dispositivos a serem observados na referida Instrução para a efetivação da Oferta.”

55. Dessa forma, propomos que o Colegiado da CVM manifeste-se sobre o entendimento acima, de que seria inaplicável a vedação constante do inciso II do art. 7º da Instrução CVM 361 à OPA para cancelamento de registro em que a Companhia seja ofertante, tendo em vista a previsão constante do § 3º do art. 2º da Instrução CVM 361, de que se considera OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado.

56. Entretanto, caso o Colegiado da CVM reconheça a aplicabilidade do referido dispositivo normativo ao presente caso, manifestamo-nos favoravelmente à dispensa do mesmo, em linha com o entendimento exposto pela SEP, de modo que a OPA possa observar o requisito de preço justo, previsto pelo inciso I do art. 16 da Instrução CVM 361, considerando não enxergarmos, no caso concreto, prejuízo aos acionistas da Companhia, no fato de a mesma adquirir ações de sua emissão a preço superior ao de mercado no âmbito da Oferta.

IV. Conclusão

57. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando que somos favoráveis aos seguintes pleitos dos Ofertantes:

(i) unificação das OPA de Banco Daycoval S.A. nas modalidades para conversão de registro de emissor de categoria A para a categoria B e Voluntária, visando à sua saída do segmento especial denominado “Nível 2” da BM&FBovespa S.A.;

(i) dispensa da observância ao limite de 1/3 previsto pelo inciso I do artigo 15 da Instrução CVM 361, caso não seja atingido o quórum de sucesso para Conversão de Registro da Companhia e a OPA para Saída do Nível 2 subsista; e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(ii) reconhecimento da inaplicabilidade do inciso II do art. 7º da Instrução CVM 567 em casos de OPA para cancelamento ou para conversão de registro de companhia aberta formuladas pela própria companhia objeto ou, alternativamente, dispensa da vedação à aquisição de ações pela própria Companhia a um preço superior ao valor de mercado, constante do referido dispositivo normativo.

Atenciosamente,

GUSTAVO LUCHESE UNFER

Gerente de Registros-1

(em exercício)

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

DOV RAWET

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Gerente em exercício**, em 25/05/2016, às 12:12, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.

Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 25/05/2016, às 12:22, 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 **0111792** e o código CRC **EE756806**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0111792** and the "Código CRC" **EE756806**.*