



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 95/2016-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 15 de setembro de 2016.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: OPA para Cancelamento de registro de Tec Toy S.A. - Processo CVM nº 19957.002252/2016-78

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações (“OPA” ou “Oferta”) para cancelamento de registro de Tec Toy S.A. (“Companhia ou “Tec Toy”), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361”).
2. O Ofertante é a Steluc Participações Ltda., acionista integrante do bloco de controle da Companhia e intermediada por Senso CCVM S.A., conforme será detalhado na seção “I. Características da Oferta”, a seguir.
3. O procedimento diferenciado requerido consiste em condicionar o sucesso da Oferta à não discordância de acionistas titulares de mais de 1/3 de todas as ações em circulação emitidas pela Companhia, operando-se, nesse caso a: (i) alteração da base de cálculo e (ii) a inversão do quórum estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361.
4. A Ofertante solicita, ainda, que a adoção do procedimento supramencionado ocorra, exclusivamente na hipótese de comparecimento ao leilão, ou de manifestação expressa de concordância, de acionistas titulares de 1/3 ou menos de todas as ações em circulação emitidas pela Companhia, de forma a restringir o procedimento diferenciado à hipótese de baixa representatividade dos acionistas titulares de ações em circulação no leilão.
5. Conforme será visto com detalhes na seção “II. Alegações da Ofertante” abaixo, a adoção do procedimento diferenciado se mostraria adequada, na visão da Ofertante, para impedir que os envolvidos na Oferta sejam prejudicados injustificadamente diante do risco de que poucos ou mesmo nenhum acionista compareça ao leilão ou manifeste sua opinião em relação à OPA, dado o histórico de absenteísmo dos acionistas da Companhia.
6. Não obstante, caso compareçam acionistas que, de fato, sejam representativos do conjunto dos titulares das ações em circulação da Companhia, a Ofertante não vê quaisquer prejuízos à manutenção do procedimento e das regras ordinárias estabelecidos pela Instrução CVM 361.
7. A Companhia é inscrita no CNPJ/MF sob o nº 22.770.366/0001-82 e foi fundada em 1987, atuando no mercado de eletrônicos de consumo, tais como *tablets*, equipamentos de *baby care*, *players* de

DVD, DVD karaokê e DVD licenciados.

8. Seu capital social é representado por 2.738.293 ações ordinárias e 2.548.997 ações preferenciais, das quais o Ofertante, pessoas vinculadas, administradores e membros do Conselho de Administração da Companhia são titulares de quantidades correspondentes a 89,00% e 82,77% de cada espécie de ações, respectivamente.

9. As ações em circulação, por sua vez, correspondem a 301.251 ações ordinárias (11,00% do total de ações dessa espécie) e a 439.064 ações preferenciais (17,23% do total de ações dessa espécie) de emissão da Companhia.

10. Vale ressaltar, ainda, que foi instaurado pela SOI o Processo nº SP-2016-162, em análise nesta Superintendência, o qual trata de reclamação de acionista da Companhia contrário ao pedido de registro da OPA em tela.

I. Características da Oferta

11. A Ofertante é controlada pela Eagle Brazil Invest L.P., sociedade limitada sediada em Bermudas (titular de 98,16% de suas quotas) e por Stefano Adolfo Prado Arnhold (titular de 1,84% de suas quotas). Stefano, ainda, é o representante legal da Eagle Brazil Invest L.P. no Brasil.

12. Assim, Eagle Brazil, Stefano e a Ofertante, em conjunto, detém 85,89% das ações ordinárias de emissão da Companhia.

13. A OPA é destinada a 3.721 acionistas, sendo ofertada ao preço de R\$ 2,1786 por ação ordinária e R\$ 1,4515 por ação preferencial, o que totalizaria, se todos os acionistas aceitassem a OPA, em R\$ 1,3 milhões, aproximadamente.

14. O preço ofertado é considerado “preço justo” pela Ofertante, na forma estabelecida no § 4º do art. 4º da Lei Nº 6.404/76 (“LSA”) e no inciso I do art. 16 da Instrução CVM 361 e tendo em vista a elaboração de laudo de avaliação a que se refere o § 1º do art. 8º da Instrução CVM 361.

15. A Ofertante também entende que o preço ofertado é justo na medida em que é superior ao valor atribuído às ações ordinárias e preferenciais pelo critério de patrimônio líquido e fluxo de caixa descontado – ambos os valores são negativos – e na medida em que reflete a média ponderada por volume de negociação das cotações de fechamento das referidas ações nos 90 pregões anteriores à data do primeiro Fato Relevante que deu notícia da Oferta em tela, excluídos os pregões realizados nos dias 19/02/2016 e 22/02/2016, em razão do volume atípico de negociação observado nessas datas.

16. O critério para definição do preço a ser ofertado pelas ações objeto é considerado o mais adequado pela Ofertante, pois foi o mesmo critério utilizado para a determinação do preço das ações emitidas nos últimos aumentos de capital realizados pela Companhia.

17. Para elaboração do Laudo de Avaliação da Companhia, a Ofertante contratou a Grant Thornton Auditores Independentes, que, por sua vez, empregou as seguintes metodologias, em atendimento ao item XII do Anexo III da Instrução CVM 361:

(i) valor patrimonial por ação em 31/12/2015, resultando no valor de negativo de R\$ 3,1061 por ação de qualquer espécie;

(ii) valor econômico negativo de R\$ 8,9764 por ação de qualquer espécie com base no método de fluxo de caixa descontado;

(iii) preço médio ponderado dos 12 meses imediatamente anteriores à data de publicação do primeiro Fato Relevante da Oferta das ações da Companhia nas negociações realizadas na BM&FBovespa, resultando em R\$ 2,7052 por ação ordinária e R\$ 1,8859 por ação preferencial;

(iv) preço médio ponderado entre a data de publicação do primeiro Fato Relevante da Oferta e a data do Laudo de Avaliação, resultando em R\$ 2,2131 por ação ordinária e R\$ 1,8880 por ação preferencial; e

(v) preço médio ponderado dos últimos 90 pregões antes da publicação do primeiro Fato Relevante da Oferta, excluídos os pregões dos dias 19/02/2016 e 22/02/2016, resultando em R\$ 2,1786 por ação ordinária e R\$ 1,4515 por ação preferencial;

18. A avaliadora considerou o critério (v) como parâmetro mais adequado para avaliação do valor das ações de emissão da Companhia e, portanto, para a definição do preço a ser ofertado na OPA.

19. A Companhia conta, ainda, com outros valores mobiliários emitidos, quais sejam:

(i) 300 Debêntures perpétuas com participação nos lucros, emitidas em 20/08/96 (Debêntures da 1ª emissão), cuja titularidade são da própria Ofertante (de acordo com posição informada pelo seu agente fiduciário e pela CETIP S.A.);

(ii) 153.124 Debêntures perpétuas com participação nos lucros (Debêntures da 2ª emissão), emitidas privadamente em 10/12/98 e que não foram admitidas à negociação em mercados regulamentados, sendo que 140.623 dessas debêntures são de titularidade da própria Companhia, enquanto 12.501 são de titularidade do Banco Schain S.A., segundo extrato do agente escritural e do agente fiduciário dessa série de debêntures.

20. Em relação às debêntures da 2ª emissão cabe destacar, ainda, que o Banco Schain S.A. foi sucedido pelo Banco BCV S.A. que, por sua vez, passou a integrar o grupo econômico do Banco BMG S.A.

21. De forma a cumprir com o disposto nos arts. 47 e 48 da Instrução CVM nº 480/09 (“Instrução CVM 480”), a Ofertante e a Companhia envidaram esforços junto ao Banco BMG S.A. em busca de anuência para o cancelamento de registro de Tec Toy S.A., mas o mesmo alegou não reconhecer a titularidade das debêntures as quais, inclusive, não estariam contabilizadas dentre seus ativos e, portanto, não se considera legitimado a emitir declarações acerca de tais valores mobiliários.

22. Desse modo, a Ofertante declara encontrar-se impossibilitada do cumprimento estrito do disposto nos arts. 47 e 48 da Instrução CVM 480 e pede a dispensa de sua observância quanto às 12.501 debêntures da 2ª emissão, pois não haveria titular das debêntures em circulação para anuir com o cancelamento de registro em tela.

II. Alegações da Ofertante

23. Como já adiantamos acima, os pleitos da Ofertante consistem em condicionar o sucesso da Oferta à não discordância de acionistas titulares de mais de 1/3 de todas as ações em circulação emitidas pela Companhia, operando-se, nesse caso a: (i) alteração da base de cálculo e (ii) a inversão do quórum estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361.

24. A Ofertante solicita, ainda, que a adoção do procedimento supramencionado ocorra, exclusivamente na hipótese de comparecimento ao leilão, ou de manifestação expressa de concordância, de acionistas titulares de 1/3 ou menos de todas as ações em circulação emitidas pela Companhia, de forma a restringir o procedimento diferenciado à hipótese de baixa representatividade dos acionistas titulares de ações em circulação no leilão.

25. Com vistas ao sucesso de seu pleito, o Ofertante apresentou os seguintes argumentos (doc. 0094166):

IV.1 Fundamento jurídico.

15. O artigo 34 da Instrução CVM n.º 361/2002 prevê que, na hipótese de verificação de situações excepcionais, como aquelas elencadas no §1º e incisos do referido artigo, esta i. CVM tem competência para dispensar requisitos ou autorizar alterações no procedimento ordinário de oferta pública de aquisição de ações.

16. Conforme será demonstrado a seguir, a atual situação da Companhia é excepcional e, portanto, justifica o deferimento do pedido de adoção de procedimento diferenciado para a realização da OPA para Cancelamento de Registro, conforme apresentado nos itens abaixo.

IV.2 Pedido.

17. Os Requerentes, tendo em vista a situação excepcional na qual a Companhia se encontra atualmente, como detalhado no item IV.4, abaixo, solicitam, respeitosamente, que esta i. CVM defira a adoção de procedimento diferenciado para a realização da OPA para Cancelamento de Registro, de forma a **condicionar o sucesso da Oferta à não discordância de acionistas titulares de mais de 1/3 de todas as ações em circulação emitidas pela Companhia**, operando-se, neste caso, portanto, a **alteração da base de cálculo e a inversão do quórum estabelecido no artigo 16, inciso II, da Instrução CVM n.º 361/2002**, observados, de qualquer forma, os demais requisitos legais e regulatórios aplicáveis.

18. Considerando-se os objetivos do procedimento diferenciado ora solicitado e a experiência recente refletida em precedentes em que a alteração da base de cálculo e a inversão do quórum foi deferida pela CVM, os Requerentes solicitam, ainda, que esta i. CVM limite a adoção do procedimento diferenciado descrito acima exclusivamente à hipótese de comparecimento ao leilão, ou de manifestação expressa de concordância, de acionistas titulares de 1/3 **ou menos** de todas as ações em circulação emitidas pela Companhia, de forma a restringir o procedimento diferenciado à hipótese de baixa representatividade dos acionistas minoritários no leilão.

19. Em outras palavras, caso compareçam no leilão, ou se manifestem expressamente, acionistas titulares **de mais** de 1/3 das ações da Companhia em *free float*, a Oferta deverá observar o procedimento ordinário estabelecido pela Instrução CVM n.º 361/2002 sem qualquer alteração.

IV.3 Justificativa do pedido.

20. O procedimento diferenciado apresentado no item IV.2, acima, tem por objetivo harmonizar, da forma mais equilibrada possível e diante dos precedentes mais recentes desta i. CVM, os diversos interesses envolvidos na OPA para Cancelamento de Registro, em especial o interesse regulatório envolvido e o interesse social da Companhia.

21. Ao definir o procedimento e regras ordinárias para as ofertas públicas de aquisição de ações, que se aplicam indistintamente em qualquer contexto, a Instrução CVM n.º 361/2002 busca justamente promover a adequada conciliação de tais interesses.

22. Há, contudo, situações excepcionais, tal como aquela na qual atualmente se encontra a Companhia, como se demonstrará a seguir, em que a aplicação das regras ordinárias pode se revelar insuficiente para o atendimento equânime dos interesses de todos os envolvidos na operação.

23. Nesses casos, a aplicação indistinta das normas ordinárias da Instrução CVM n.º 361/2002, sem a devida adequação diante das peculiaridades de cada caso concreto, pode ensejar ineficiências na aplicação da norma em relação aos seus próprios objetivos, em prejuízo não apenas dos envolvidos diretamente na Oferta, mas também do mercado de capitais de forma geral.

24. Reconhecendo essa possibilidade, a Instrução CVM n.º 361/2002 prevê em seu artigo 34 a possibilidade de alteração do procedimento ordinário das ofertas públicas, por meio da adoção de procedimento diferenciado, para que sejam atendidos, de forma mais adequada, os interesses envolvidos em cada situação específica, a partir de uma análise casuística do contexto em que se insere a companhia objeto de cada oferta.

25. A propósito, esse ideal de harmonização e ponderação de interesses, que permeia a regulação das ofertas públicas e é efetivado, nas situações excepcionais, por meio da adoção de procedimentos diferenciados, foi bem apresentado pelo diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos no caso da oferta pública para cancelamento de registro da Círculo S.A. (processo CVM n.º RJ-2003/11238) (“Caso Círculo”), oportunidade em que o referido diretor se manifestou nos seguintes termos:

“Pretendo apenas registrar, sem me alongar, que a Instrução CVM n.º 361 visou, sobretudo, equilibrar e conciliar os interesses, dos minoritários, da companhia, dos ofertantes e do controlador, no que toca ao processo de oferta pública de aquisição de ações.

*Foi elaborada para ajustar os interesses e proteções nas ofertas públicas em geral, com vistas inclusive às grandes companhias, com larga base acionária. Naturalmente, ela se aplica, a princípio, a toda oferta pública de ações de companhia aberta. Disso decorre que em certos casos a instrução pode ser excessivamente ‘pesada’ e **acabar por representar um ônus desproporcional e o tal equilíbrio que se buscou alcançar acaba desmedido para um dos lados.** Daí porque o art. 34 prevê a possibilidade de tratamento excepcional para determinadas ofertas públicas de aquisição e pode ser aplicado sempre que a CVM entender que a proteção que se imaginou em tese no caso específico não se justifica ou que, dentro da realidade e especificidade da oferta, representa um ônus desproporcional, de forma a que aquele equilíbrio que se procurou obter com a intervenção reguladora pode não fazer sentido”.*

26. A Instrução CVM n.º 361/2002, como fica claro a partir da citação acima, reconhece a existência de situações excepcionais que exigem tratamento diferenciado e permite que, nessas hipóteses, o procedimento das ofertas públicas seja ajustado.

27. Uma vez reconhecida a situação excepcional da Companhia, com base nos argumentos que serão demonstrados mais adiante, é exatamente esse ajuste que se solicita por meio da adoção do procedimento diferenciado apresentado acima. O que se busca, de fato, é apenas **adequar o procedimento da Oferta ao grau de representatividade dos acionistas minoritários que dela participarem**, de forma a evitar que acionistas pouco representativos acabem por impedir o cancelamento de registro da Companhia, em prejuízo dos demais envolvidos.

28. Busca-se, ainda, evitar que a aplicação indistinta do procedimento ordinário da Instrução CVM n.º 361/2002, neste caso concreto, leve à exigência do cumprimento de ônus regulatórios que não interessam nem à regulação, nem à Companhia, nem aos Acionistas Controladores, nem a seus acionistas minoritários e nem ao mercado como um todo. Busca-se, portanto, evitar que o cumprimento literal e sem adaptações do rito e requisitos ordinários da norma comprometa o próprio atingimento dos objetivos da regulação.

29. O procedimento diferenciado ora solicitado tem por objetivo específico impedir que os envolvidos na Oferta sejam prejudicados injustificadamente diante do risco, **grave e presente na vida da Companhia**, de que poucos ou mesmo nenhum acionista compareça ao leilão ou manifeste sua opinião em relação à Oferta.

30. O receio dos Requerentes, fundado diante do histórico de absenteísmo dos acionistas da

Companhia, é de que ocorra a abstenção generalizada dos acionistas também no leilão, como foi verificada no precedente da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro da Banex S.A. Crédito, Financiamento e Investimento (processo CVM n.º RJ-2007/0646) (“Caso Banex”), em que nenhum dos 7.564 acionistas da companhia compareceu ao leilão.

31. Caso apenas alguns poucos acionistas participem da OPA para Cancelamento de Registro, o que é provável, não haverá no leilão efetiva representatividade do conjunto dos acionistas titulares de ações em *free float*. E, portanto, tomar a opinião destes acionistas, pouco representativos, como a manifestação representativa da generalidade dos titulares das ações em *free float*, sem qualquer ponderação com os demais interesses envolvidos na Oferta, é medida que se afasta dos objetivos da regulação do mercado de capitais e, em especial, das ofertas públicas de aquisição de ações.

32. De outro lado, é forçoso reconhecer que a adoção do procedimento diferenciado, sem levar em conta o número de acionistas titulares de ações em circulação que comparecerão efetivamente ao processo da oferta pública de aquisição de ações em questão, também pode provocar situações desequilibradas, das quais podem decorrer iguais injustiças e inadequações aos objetivos da regulação.

33. Isso porque, caso compareçam acionistas que, de fato, sejam representativos do conjunto dos titulares das ações em *free float*, não há qualquer prejuízo na manutenção do procedimento e das regras ordinárias estabelecidos pela Instrução CVM n.º 361/2002, que se destinam exatamente às situações nas quais todos os interesses envolvidos são devidamente representados.

34. Essa preocupação, amplamente justificável do ponto de vista regulatório, é bem ilustrada no precedente da oferta pública de cancelamento de registro da Ampla Investimentos e Serviços S.A. (processo CVM n.º RJ-2011/12826) (“Caso Ampla”).

35. No referido precedente, embora tenha sido deferida a adoção do procedimento diferenciado de alteração da base de cálculo e a inversão do quórum de sucesso da oferta, com base na alta probabilidade de que os acionistas titulares das ações em *free float* não compareceriam em grande número no leilão, os minoritários acabaram por comparecer em número maior do que o esperado pelos ofertantes.

36. Como consequência, ainda que a grande maioria desses acionistas tenha colocado de forma contrária ao cancelamento de registro da companhia, não foi possível atingir o quórum (invertido) mínimo de 1/3 de discordância de todo o *free float* para impedir o cancelamento de registro, já que a inversão havia sido deferida pela adoção do procedimento diferenciado.

37. Ou seja, naquele caso, mesmo que conjunto relevante de minoritários tenha se manifestado em oposição ao cancelamento de registro, o cancelamento não foi impedido.

38. O resultado foi considerado de tal forma indesejável e incompatível com os objetivos da regulação que subsidiou a decisão desta i. CVM pelo não deferimento da alteração da base de cálculo e inversão do quórum em caso posterior, da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro da GTD Participações S.A. (processo RJ n.º 2014-7223).

39. É exatamente com o objetivo de se evitar essa situação que sugere-se, neste requerimento, que o procedimento diferenciado limite-se à hipótese de baixa representatividade dos acionistas que comparecerem ao leilão, ou se manifestarem expressamente de modo favorável ao Cancelamento de Registro.

40. A limitação sugerida pode, assim, solucionar as preocupações regulatórias que eventualmente decorram de situações em que a alteração da base de cálculo e a inversão do

quórum são deferidas, mas que a representatividade efetiva dos acionistas no processo acaba sendo maior do que a que se esperava.

41. Considerando, portanto, os riscos decorrentes, de um lado, da provável baixa representatividade, neste caso, dos acionistas titulares de ações em *free float* participantes do procedimento, pelos motivos adiante explicados, e, de outro, da aplicação do procedimento diferenciado sem se levar em conta o grau da representatividade que efetivamente será verificado na Oferta, os Requerentes pedem a limitação do procedimento diferenciado somente à hipótese de comparecerem ao leilão, ou de se manifestarem expressamente em favor do Cancelamento de Registro, acionistas titulares de 1/3 ou menos das ações em circulação da Companhia – ou seja, caso os acionistas participantes sejam efetivamente pouco representativos do conjunto dos titulares das ações em *free float*, com base em critério extraído da própria Instrução CVM n.º 361/2002.

42. O procedimento diferenciado, se deferido dessa forma, passa a contar com regras flexíveis o suficiente para endereçarem adequadamente as preocupações regulatórias existentes em relação às várias hipóteses alternativas que podem ocorrer durante o procedimento da Oferta e cuja concretização nem a Ofertante nem esta i. CVM têm meios suficientes para antever neste momento.

43. De fato, a definição do procedimento da Oferta não é, nem pode ser, uma decisão aleatória, que sujeite os envolvidos ao risco da ocorrência de uma situação diversa daquela prevista pela Ofertante e por esta i. CVM neste momento inicial, no qual ainda não se pode ter informações completas sobre como se desenvolverá o procedimento da Oferta e sobre como se comportarão os acionistas.

44. É injusto e contrário à finalidade que fundamenta a outorga da competência regulatória a esta autarquia, exigir que, ou esta i. CVM, ou a Ofertante, tentem adivinhar o que deverá ocorrer durante a Oferta, correndo o risco de tomar uma decisão ou de apresentar um requerimento sem a possibilidade de adaptar a sua posição diante do que efetivamente vier a ocorrer durante o processo.

45. Apesar de a limitação ao procedimento diferenciado, conforme ora requerido, não ter sido solicitada ou aplicada em precedentes anteriores julgados por esta i. CVM, a restrição proposta é apta a conciliar, em uma solução de meio-termo, dois procedimentos já conhecidos e aplicados em outras ofertas públicas para cancelamento de registro: (i) o procedimento ordinário da Instrução CVM n.º 361/2002; e (ii) o procedimento diferenciado com mudança da base de cálculo e inversão do quórum de aprovação da oferta adotado em precedentes julgados por esta i. CVM.

46. O objetivo do procedimento diferenciado proposto pela Ofertante é, com efeito, corrigir as disfuncionalidades possíveis desses dois procedimentos, verificadas a partir da experiência em casos anteriores (como o Caso Banex e o Caso Ampla, por exemplo) analisados pela CVM.

47. E a Ofertante acredita que esse objetivo poderá ser atingido na medida em que o procedimento diferenciado proposto elimina os riscos causados pela tomada de uma decisão *ex ante* pela CVM, diante de um quadro de incompletude de informação e de incerteza quanto ao comportamento efetivo que será apresentado, *ex post*, pelos acionistas titulares de ações em circulação durante a Oferta.

48. Caso se verifique, no decorrer da Oferta, que há representatividade dos acionistas titulares de ações em circulação, então o procedimento proposto se adequará automaticamente a essa situação, por meio da aplicação do procedimento ordinário previsto na Instrução CVM n.º 361/2002; caso, diferentemente, verifique-se, como é mais provável, que a representatividade daqueles acionistas na Oferta é baixa, então o procedimento,

também automaticamente, se amoldará a esse outro contexto, e utilizará o critério mais adequado da alteração da base de cálculo e inversão de quórum.

49. Em outras palavras, deixa-se de correr o risco de que uma decisão tomada por esta i. CVM, em um primeiro momento, com base em informações restritas, deixe de ser adequada diante do que vier a se mostrar a realidade da Oferta, em um segundo momento, sem a possibilidade de revisão daquela primeira decisão.

50. Isso, sem qualquer prejuízo ou incremento de custo para o procedimento ou a qualquer dos envolvidos.

51. O procedimento diferenciado ora sugerido pela Ofertante altera apenas os quóruns de verificação do sucesso da Oferta para fins do Cancelamento de Registro, depois de ocorrido o leilão em bolsa de valores. E, ao determinar a utilização de dois quóruns alternativos para verificação da possibilidade ou não do Cancelamento de Registro da Companhia, o procedimento sugerido não altera o curso normal da Oferta, nem inclui etapas ou providências adicionais a quaisquer de suas fases, quer de preparação do leilão e habilitação dos acionistas, quer do próprio leilão na BM&FBOVESPA e dos atos posteriores a ele.

52. As etapas das ofertas públicas realizadas tanto pelo procedimento ordinário quanto pelo procedimento diferenciado serão seguidas sem alterações, mantendo-se a mesma forma de divulgação de informações pela Ofertante, a comunicação da Instituição Intermediária com a BM&FBOVESPA, as habilitações dos acionistas e sua respectiva verificação pelas sociedades corretoras, a identificação das ordens de venda colocadas no leilão, o procedimento do leilão em bolsa, a liquidação financeira da Oferta, a comprovação para esta i. CVM, pela Ofertante, do atingimento ou não dos requisitos da Oferta e, enfim, todas as demais etapas e procedimentos usualmente adotados nas ofertas públicas de aquisição de ações.

53. Como dito acima, a única diferença será a utilização de dois critérios alternativos para a verificação do sucesso ou não da Oferta, depois de realizado o leilão.

54. A partir da verificação do número de acionistas que efetivamente se habilitaram e venderam ou não suas ações no leilão, será, então, determinado o quórum aplicável à Oferta – se aquele estabelecido no artigo 16, inciso II, da Instrução CVM n.º 361/2002 sem alterações, ou se o quórum invertido e com mudança da base de cálculo –, para que se possa determinar se os requisitos para o Cancelamento de Registro da Companhia foram cumpridos.

55. Ou seja, o procedimento sugerido pela Ofertante não acrescenta qualquer custo aos envolvidos, nem lhes causa qualquer prejuízo, uma vez que interfere apenas na identificação do cumprimento de um requisito do Cancelamento de Registro, depois de ocorrido o leilão e demais etapas do procedimento da Oferta, exatamente como já ocorreria dentro do procedimento ordinário previsto pela Instrução CVM n.º 361/2002.

56. O procedimento diferenciado cuja adoção ora é solicitada perante esta i. CVM, com a limitação justificada acima, portanto, beneficia-se da experiência extraída dos precedentes sobre a matéria e representa, no entender da Ofertante, uma evolução nos procedimentos adotados em ofertas públicas para cancelamento de registro já realizadas até aqui, estando apto a atender, integralmente e de forma ainda mais apurada, os objetivos e princípios da regulação das ofertas públicas.

57. Razões essas pelas quais as Requerentes solicitam o seu deferimento por esta i. CVM.

IV.4 Situação excepcional e fundamentos.

58. A seguir, são apresentados tanto os fatos que demonstram a situação excepcional em que

a Companhia se encontra atualmente e, dessa forma, legitimam a adoção do procedimento diferenciado requerido, nos termos do artigo 34 da Instrução CVM n.º 361/2002, quanto os precedentes nos quais esta i. CVM, em situações equivalentes a que se apresenta, decidiu pelo deferimento da adoção de procedimento diferenciado de mudança da base de cálculo e inversão do quórum estabelecido no artigo 16, inciso II, da Instrução CVM n.º 361/2002.

IV.2.1 Elevado número de acionistas titulares de ações em circulação e atomização da participação societária.

A. Fatos e fundamentos.

59. O capital social da Companhia é dividido em 5.287.290 ações nominativas, escriturais e sem valor nominal, das quais 2.738.293 são ações ordinárias e 2.548.997 são ações preferenciais.

60. Dentre as ações ordinárias emitidas pela Companhia, 2.436.538 são de titularidade dos Acionistas Controladores, 504 são de titularidade de administradores da Companhia e de pessoas vinculadas aos Acionistas Controladores e 301.251 encontram-se atualmente em circulação, representativas, respectivamente, de 88,98%, 0,02% e 11,00% do total das ações ordinárias emitidas pela Companhia.

61. Dentre as ações preferenciais emitidas pela Companhia, 2.104.555 são de titularidade dos Acionistas Controladores, 5.378 são de titularidade de administradores da Companhia e de pessoas vinculadas aos Acionistas Controladores e 439.064 encontram-se atualmente em circulação, representativas, respectivamente, de 82,56%, 0,21% e 17,23% do total das ações preferenciais emitidas pela Companhia.

62. Não há ações ordinárias nem preferenciais de emissão da Companhia mantidas em tesouraria.

63. As 301.251 ações ordinárias e 439.064 ações preferenciais atualmente em circulação estão distribuídas entre elevado número de acionistas: **são 3.753 acionistas titulares de ações em free float**. Os acionistas titulares de ações da Companhia em circulação não só são muito numerosos, mas também detêm, cada um, número bastante reduzido de ações da Companhia.

64. De fato, **mais de 3.600 acionistas, ou seja, 95,92% dos acionistas minoritários detêm, cada um, 1.000 ações ou menos, o que significa dizer que 95,92% dos acionistas são titulares de não mais do que 0,019% do capital social da Companhia**. A propósito, nenhum dos acionistas minoritários é titular de mais de 30.152 ações, o que significa dizer que nenhum acionista minoritário é titular de mais de 0,57% do capital social da Companhia.

65. A distribuição das ações em circulação entre elevado número de minoritários da Companhia fica ainda mais evidente se observada a divisão dos acionistas pela quantidade de ações por eles detida, conforme apresentado na tabela abaixo, elaborada de acordo com a composição social mais recente da Companhia (Anexo III – Relação Nominal dos Acionistas da Companhia):

Ações	Número de acionistas	Participação no capital
0 – 100	2.786	1,49%
101 – 1.000	833	5,17%
1.001 – 5.000	118	4,64%

5.001 – 10.000	13	1,63%
+ 10.001	3	1,07%
Total	3.753	14,00%

66. Como se pode observar, a grande maioria dos acionistas minoritários é titular de número ínfimo de ações, que representam participações muito reduzidas no capital da Companhia. Enquanto cerca de 3/4 dos acionistas minoritários detêm 100 ou menos ações emitidas pela Companhia, apenas 3 deles são titulares de mais que 10.001 de suas ações – que, mesmo sendo o maior dentre os patamares apresentados acima, representa a participação quase irrelevante de 0,19% do capital da Companhia.

67. O capital da Companhia é, portanto, disperso e atomizado: os acionistas minoritários são muito numerosos e detêm, individualmente, participações pouco significativas no capital social da Companhia. Não se pode deixar de levar em conta, dessa forma, os efeitos provocados por essa configuração na estrutura de capital da Companhia no comportamento dos acionistas minoritários, principalmente em relação à Oferta, uma vez que esses efeitos confirmam a adequação do procedimento diferenciado ora solicitado pelos Requerentes.

68. De fato, os acionistas minoritários, por serem titulares individualmente de reduzido número de ações, não têm incentivos econômicos suficientes para comparecerem à OPA para Cancelamento de Registro e nela se manifestarem. Os acionistas têm, na verdade, incentivos para exatamente não tomar qualquer atitude diante do lançamento da Oferta.

69. **Tanto o custo efetivo de participação quanto o custo de oportunidade de se manifestarem no procedimento da Oferta são certamente maiores, para cada acionista individualmente, que os benefícios que os acionistas titulares de ações no *free float* poderão auferir se participarem da OPA para Cancelamento de Registro.** Por consequência, o quórum ordinário estabelecido no artigo 16, inciso II, da Instrução CVM n.º 361/2002 pode não ser atingido simplesmente pelo fato de os acionistas minoritários terem incentivos para manterem-se inertes, isto é, para se ausentarem da Oferta, e não necessariamente porque dela discordam ou com ela concordam.

70. Além de os acionistas não terem, individualmente, incentivos para comparecerem à Oferta, dificilmente conseguirão se coordenar para deliberar sobre a Oferta e formar uma opinião coesa que reflita o interesse do grupo de minoritários, como um todo. Existe, portanto, **o risco de que as manifestações dos minoritários que vierem a participar da Oferta representem tão somente seus interesses individuais, e não o interesse coletivo do conjunto dos minoritários, ou mesmo o interesse social da Companhia, levando a deturpações do processo e à abertura de margem para a ocorrência de comportamentos oportunistas contrários aos interesses do mercado e da regulação.**

71. Nesse caso, a manifestação de interesses diversos do interesse coletivo dos minoritários, sem que este seja propriamente harmonizado com os demais interesses envolvidos na Oferta, não só significa um abuso no exercício dos direitos decorrentes da condição de sócio, vedado pela legislação societária, mas também, mais uma vez, confirma a adequação do procedimento diferenciado ora solicitado, já que, por meio deste, é necessária a manifestação minimamente representativa dos minoritários para que se possa impedir o cancelamento de registro.

72. Como se pode notar, a ausência de incentivos para a participação dos acionistas minoritários na Oferta e a dificuldade de coordenação de tais acionistas provocam o risco de que, caso poucos acionistas compareçam, ou se manifestem expressamente, no leilão, eles

não sejam representativos do conjunto dos minoritários. Uma decisão de extrema importância para a Companhia poderá estar sujeita, nesse caso, à vontade de titulares de parcelas irrelevantes de seu capital social, cuja exposição e interesse econômicos são igualmente pouco significativos, e que não necessariamente veicularão a opinião representativa dos acionistas titulares de ações em *free float* ou refletirão o interesse social da coletividade dos acionistas da Companhia.

73. Essa preocupação foi registrada no Caso Ampla por esta i. SRE, cujas considerações foram apresentadas no MEMO/SRE/GER-1/N.º21/2012, integralmente acolhido pelo colegiado desta i. CVM:

“No entanto, há casos em que o procedimento normativo para a verificação do quórum de sucesso da OPA para cancelamento de registro de companhia aberta não se verifica como o mais adequado, exatamente por não refletir uma manifestação mais representativa de todo o quadro acionário no processo de decisão sobre o cancelamento de registro da companhia.

Isso é o que pode acontecer nos casos de OPA para cancelamento de registro em que, por exemplo, uma quantidade muito pequena de ações representativas do free float se manifeste, concordando ou não com o cancelamento da companhia objeto”.

74. Em outra oportunidade, esta i. CVM reconheceu a importância da ampliação da base de cálculo do quórum de aprovação, tendo em vista a reduzida representatividade dos minoritários participantes do procedimento da oferta pública, como bem reportado pelo diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, em seu voto na oferta pública de cancelamento de registro do Banco de Pernambuco S.A. – Bandepe (processo CVM n.º RJ-2002/7608) (“Caso Bandepe”), de sua relatoria:

“Em outras palavras, ao se alargar a definição de ações em circulação para o caso concreto, busca-se evitar que acionistas minoritários pouco expressivos possam vir a impedir o fechamento de capital e dificultar o atingimento do melhor interesse social”.

75. A propósito, a ausência de incentivos à participação dos minoritários, a dificuldade de coordenação desses acionistas e o risco de sua baixa representatividade no procedimento da Oferta podem, ainda, promover, como já adiantado, comportamentos oportunistas tanto por parte de alguns dos minoritários quanto por terceiros.

76. Como o não comparecimento generalizado dos minoritários é esperado no procedimento da Oferta, no caso da Companhia, alguns agentes – acionistas ou não da Companhia anteriormente à divulgação da intenção de realização da Oferta –, interessados em se aproveitar da situação, podem adquirir ações da Companhia e aumentar sua participação ao máximo antes da data do leilão, para então barganharem com a Ofertante.

77. Esse comportamento oportunista é, ainda, favorecido pelo fato de a cotação das ações da Companhia ter um valor bastante reduzido, durante longos períodos inferior a R\$1,00, o que motivou inclusive o envio de ofício pela BM&FBOVESPA em 18.02.16 para que a Companhia providenciasse o reenquadramento da cotação de suas ações ao limite previsto nas normas autorregulatórias aplicáveis.

78. Esses acionistas, que provavelmente comporão a maioria dos habilitados para o leilão da Oferta, teriam, pela regra ordinária da Instrução CVM n.º 361/2002, o poder de decidir sobre o cancelamento de registro da Companhia. No entanto, como tais acionistas não têm qualquer compromisso de longo prazo com a Companhia, ao tomarem uma decisão crucial sobre o seu destino, poderão se utilizar da situação em interesse próprio, com grave prejuízo

não só ao interesse social, mas também ao interesse dos Acionistas Controladores e dos demais acionistas minoritários, bem como do próprio mercado.

79. Essa situação, no entanto, pode ser mitigada pelo procedimento diferenciado ora solicitado, pelo qual se impede que acionistas pouco representativos, e potencialmente em atuação oportunista e abusiva, decidam por todos os demais.

80. Esta i. SRE já chegou à mesma conclusão na oferta pública de cancelamento de registro da Companhia Maranhense de Refrigerantes S.A. (processo CVM n.º RJ-2009/10288) (“Caso Cia. Maranhense”), como textualmente expresso no MEMO/SRE/GER-1-N.º15/2010, ratificado pelo colegiado desta i. CVM:

“Entretanto, a obtenção do quórum será inviável na hipótese em que se habilitem poucos acionistas, contrários ao cancelamento de registro, ou cuja proporção de contrários seja suficiente para negar o quórum de aprovação exigido. (...) Nesta situação, nosso entendimento é de que a solicitação de inversão do quórum, de modo que a condição para o sucesso da OPA para cancelamento de registro de companhia passe a ser a não discordância de ações representativas de mais de 1/3 do free float encontra plena justificativa”.

81. A dispersão e atomização do capital social da Companhia, ao provocarem a ausência de incentivos para a participação dos minoritários no procedimento da Oferta, a dificuldade de coordenação dos acionistas minoritários e, de forma geral, o risco de que os minoritários que comparecerem à OPA para Cancelamento de Registro sejam pouco representativos, ou mesmo desenvolvam comportamentos oportunistas contrários ao interesse social e ao bom funcionamento do mercado, confirmam que o procedimento diferenciado ora solicitado pelos Requerentes adequa-se melhor à situação da Companhia do que o procedimento ordinário da Instrução CVM n.º 361/2002.

82. A atomização e a dispersão do *free float*, como se verifica no caso da Companhia, são, de fato, alguns dos aspectos levados em consideração nos precedentes julgados por esta i. CVM para deferir o procedimento diferenciado de alteração da base de cálculo e inversão do quórum de aprovação das ofertas públicas de aquisição de ações.

83. Entre outros, essa situação foi verificada nos seguintes casos de oferta pública de cancelamento de registro: (1) Caso Bandepe; (2) Elevadores Atlas Schindler S.A. (processo CVM n.º RJ-2003/2928) (“Caso Atlas Schindler”); (3) CMA Participações S.A. (processo CVM n.º RJ-2004/5125) (“Caso CMA”); (4) Caso Cia. Maranhense; e (5) Banrisul S.A. Administradora de Consórcios (processo CVM n.º RJ-2010/4324) (“Caso Banrisul”).

84. Os números de minoritários, por certo, variam caso a caso, mas compõem um espectro que inclui os 3.753 acionistas minoritários da Companhia. No Caso Bandepe, por exemplo, havia 6.800 acionistas, enquanto no caso CMA, tratava-se de 592. Já no Caso Atlas Schindler, a oferta pública de aquisição de ações destinou-se a 2.972 acionistas, base acionária bastante semelhante àquela observada na Companhia.

85. Em todos esses precedentes, a ampla base acionária das companhias envolvidas e a baixa participação individual média de seus acionistas foram levadas em consideração por esta i. CVM, pelas razões expostas acima, como argumentos que legitimaram o deferimento da adoção de procedimento diferenciado, com a alteração da base de cálculo e inversão do quórum.

IV.2.2 Concentração relativa das ações do free float com poucos acionistas.

A. Fatos e fundamentos.

86. Além de o capital da Companhia ser notadamente disperso e atomizado, a distribuição

das ações em *free float* entre os acionistas minoritários não é equânime, de forma que um número reduzido de acionistas dentre os minoritários é titular de grande parte das ações em circulação, ainda que suas participações na Companhia sejam, em termos absolutos, pouco significativas.

87. De fato, apenas 50 acionistas são titulares de mais de 1/3 das ações atualmente em circulação (correspondente a aproximadamente 5% do capital social), enquanto os demais 3.703 acionistas detêm o restante das ações da Companhia em circulação, como se observa pela tabela a seguir e pela relação nominal dos acionistas da Companhia anexa a este requerimento:

Maiores acionistas	Número de ações de sua titularidade	Participação no <i>free float</i>
1° ao 10°	108.334	14,63%
11° ao 20°	51.676	6,98%
21° ao 30°	35.256	4,76%
31° ao 40°	28.713	3,88%
41° ao 50°	29.252	3,95%
Total (50 acionistas)	265.783	34,21%

88. Enquanto, de um lado, há um número elevado de acionistas titulares de ações em *free float*, que detêm, em sua maioria, participações infinitesimais na Companhia, de outro lado, **apenas 50 dos 3.753 minoritários (ou seja, cerca de 1,33% desses acionistas) concentram mais de 1/3 das ações em circulação.**

89. É certo que a participação de cada um desses acionistas no capital da Companhia, individualmente, não deixa, por esse motivo, de ser pouco significativa em termos absolutos. Na verdade, a relevância da concentração substancial das ações em circulação com poucos minoritários é outra: **essa situação acaba por agravar o risco de baixa representatividade dos acionistas minoritários no procedimento da Oferta, potencializando os efeitos já provocados pela dispersão e atomização do capital social da Companhia**, conforme apresentado acima.

90. Assim como todos os demais acionistas minoritários estão sujeitos a contra-estímulos significativos para não comparecerem à Oferta, por serem titulares de participações no capital da Companhia pouco expressivas em termos absolutos e em termos econômicos, os referidos 50 maiores acionistas minoritários, apesar de sua participação relativa entre os minoritários ser expressiva, também não possuem efetivos incentivos econômicos para comparecerem ao procedimento da OPA para Cancelamento de Registro, já que, em termos absolutos, sua participação também é pouco representativa.

91. Caso parte ou a totalidade desses acionistas não compareça ao leilão, o que é provável, então passa a ser ainda mais alta a probabilidade de que os acionistas que efetivamente vierem a comparecer no leilão, ou se manifestarem expressamente acerca do Cancelamento de Registro, sejam pouco representativos dos titulares das ações em circulação.

92. O risco da baixa representatividade dos titulares de ações em *free float* é, portanto, agravado devido à distribuição das ações entre os próprios minoritários da Companhia. E o risco de uma decisão injusta, tomada por acionistas pouco representativos, em prejuízo de todos os envolvidos, é, por consequência, da mesma forma agravado.

93. O procedimento diferenciado ora solicitado é, dessa forma, e por essa razão adicional, capaz de mitigar as chances de obtenção de resultados desequilibrados no leilão, ao requerer a manifestação de acionistas minimamente representativos para que o cancelamento de registro da Companhia seja recusado e ao impedir que acionistas pouco representativos do grupo dos minoritários tomem uma decisão tão importante e sensível para a Companhia.

B. Precedentes.

94. Esta i. CVM já considerou a concentração dentro do *free float* como elemento que justifica a adoção do procedimento diferenciado de inversão e mudança da base de cálculo do quórum de aprovação de ofertas públicas para cancelamento de registro, em linha com o previsto no artigo 34, §1º, inciso I, da Instrução CVM n.º 361/2002.

95. Trata-se dos seguintes precedentes de ofertas públicas para cancelamento de registro: (1) Caso CMA; (2) Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos (processo CVM n.º RJ-2009/2212) (“Caso Parmalat”); (3) Companhia Bandeirantes de Armazéns Gerais (processo CVM n.º RJ-2010/14455) (“Caso Cia. Bandeirantes”); e (4) Caso Ampla.

96. Nesses casos, o que caracterizou a excepcionalidade da situação não foi a desproporção entre a participação do controlador e o baixo número de ações em circulação, o que, por certo, também permite a verificação de excessiva concentração das ações (como ocorreu, por exemplo, no Caso Bandepe e no Caso Atlas Schindler). O elemento fundamental, na verdade, foi a disparidade de participações dentro do *free float*, isto é, entre os próprios acionistas minoritários, que igualmente caracteriza uma situação excepcional, como bem apresentou o diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos ao registrar seu voto no Caso Círculo nos seguintes termos:

“Dito isto, registro apenas que a questão do quorum (e base de cálculo) previsto na Instrução CVM nº 361 para êxito de uma oferta pública de aquisição pode ser revista não só em função de uma pequena quantidade de ações em circulação, mas também por conta de uma excessiva concentração destas participações nas mãos de poucos acionistas. No caso específico, arguiu-se apenas a questão do pequeno free float, mas não da concentração desse free float em poucos acionistas, o que, em tese, também autoriza a aplicação do art. 34 (...).”

97. Dessa forma, no Caso Ampla, cerca de 1/3 das ações concentrava-se nas mãos de apenas 8 acionistas, enquanto no Caso CMA, a concentração da maioria das ações recaía sobre 4 acionistas minoritários. Já no Caso Parmalat e no Caso Cia. Bandeirantes, em que a concentração foi levada ao seu limite, 1 único acionista detinha parcela expressiva das ações em *free float*.

98. Em todos esses casos, um acionista ou um grupo de acionistas detinha proporcionalmente número de ações muito maior do que os demais minoritários. Tinha-se, portanto, a possibilidade de desbalanceamento da representatividade das ações em circulação no leilão, conforme apresentado acima, de forma a caracterizar a excepcionalidade da situação e justificar a adequação do procedimento diferenciado de alteração da base de cálculo e inversão do quórum estabelecido no artigo 16, inciso II, da Instrução CVM n.º 361/2002.

IV.2.3 Baixa relevância econômica do valor das ações em circulação para seus titulares.

A. Fatos e fundamentos.

99. Como visto acima, a grande maioria dos acionistas minoritários da Companhia é titular, individualmente, de número ínfimo de ações emitidas pela Companhia. De fato, a grande maioria deles – mais de 3.500 dos 3.812 acionistas minoritários – detém menos de 0,019%

das ações de emissão da Companhia, o que demonstra o alto índice de atomização de suas ações em circulação.

100. Em decorrência da atomização acionária observada no *free float* da Companhia, os acionistas minoritários detêm, individualmente, participações pouco significativas na Companhia não só do ponto de vista societário, mas também do ponto de vista econômico. A exposição e o interesse econômico desses acionistas, bem como os riscos por eles assumidos em relação à Companhia, são igualmente reduzidos.

101. Tanto é assim que, considerando-se o preço ofertado de R\$ 2,1786 para cada ação ordinária e de R\$ 1,4515 para cada ação preferencial, conforme divulgado pela Companhia no Segundo Fato Relevante da Oferta, **cada acionista minoritário receberá, em média, não mais que R\$350,00, desconsiderados quaisquer ajustes no preço ofertado.**

102. Além disso, **quase 90% dos acionistas minoritários, o que significa o expressivo número de 3.272 acionistas, receberá não mais do que R\$500,00**, conforme apresentado na tabela abaixo:

N.º de acionistas minoritários	Valor a ser recebido na Oferta por cada acionista (considerando o Preço divulgado no Segundo Fato Relevante da Oferta)
3.272	até R\$ 500,00
221	Entre R\$ 500,00 a R\$ 1.000,00
219	R\$ 1.000,00 a R\$ 5.000,00
41	Acima de R\$ 5.000,00

103. A propósito, **mais de 1.150 acionistas, ou seja, mais de 1/4 dos minoritários, são titulares de até 10 ações da Companhia e receberão, portanto, aproximadamente R\$ 20,00**, caso vendam suas ações no leilão da Oferta.

104. Tem-se, assim, a justificativa econômica para a ausência de incentivos quanto ao comparecimento dos acionistas no procedimento da Oferta, de forma a complementar o que já se apresentou acima sobre a dispersão e atomização do capital social da Companhia.

105. De fato, para que os acionistas participem da OPA para Cancelamento de Registro, devem completar o processo de habilitação e, de alguma forma, manifestarem-se no procedimento da Oferta, o que envolve o contato com sociedade corretora, a realização ou atualização de cadastro, a apresentação de documentos e outras providências por parte dos acionistas. Esses acionistas, uma vez que receberão quantias pouco significativas caso participem do leilão, têm incentivos para não despenderem seu tempo e outros recursos no processo, simplesmente abstando-se de participar da Oferta diante das circunstâncias apresentadas.

106. Na verdade, apenas os acionistas discordantes do Cancelamento de Registro têm algum incentivo, não necessariamente superior ao incentivo de abstenção do procedimento, para participarem da Oferta e manifestarem sua opinião durante o procedimento. Somente para eles pode ser economicamente justificável a participação no processo da OPA para Cancelamento de Registro, uma vez que o registro de companhia aberta é por eles valorizado e, para manter esse possível valor adicional, podem vir a se manifestar na Oferta.

107. Situação completamente diferente ocorre, por outro lado, em relação àqueles acionistas que concordam com a Oferta ou são indiferentes a ela, que têm apenas incentivos

econômicos para não participarem do procedimento.

108. Essa constatação torna ainda mais grave a questão da representatividade dos acionistas participantes do procedimento da Oferta. Isso porque, se apenas um grupo de minoritários pode ter algum tipo de incentivo para comparecer e se manifestar na OPA para Cancelamento de Registro, é provável que os acionistas que venham eventualmente a participar do procedimento da Oferta pertençam a esse grupo, o que significa que a aplicação indistinta do procedimento padrão previsto pela Instrução CVM n.º 361/2002 levaria a uma discriminação entre os acionistas titulares de ações em circulação e a um desbalanceamento entre os incentivos proporcionados aos diferentes grupos de acionistas dentre aqueles titulares de ações em circulação.

109. Com isso, a representatividade do conjunto dos minoritários seria ainda mais prejudicada no procedimento ordinário da Instrução CVM n.º 361/2002, sendo que, novamente, o procedimento diferenciado ora solicitado pode solucionar de forma adequada essa disfuncionalidade, uma vez que requer a manifestação de acionistas que sejam efetivamente representativos dos minoritários para que o Cancelamento de Registro seja impedido.

109. Com isso, a representatividade do conjunto dos minoritários seria ainda mais prejudicada no procedimento ordinário da Instrução CVM n.º 361/2002, sendo que, novamente, o procedimento diferenciado ora solicitado pode solucionar de forma adequada essa disfuncionalidade, uma vez que requer a manifestação de acionistas que sejam efetivamente representativos dos minoritários para que o Cancelamento de Registro seja impedido.

B. Precedentes.

110. A baixa relevância econômica das ações em circulação para cada um dos acionistas está presente, ainda que não expressamente, em todos os precedentes em que foram tratadas as questões de elevado número de acionistas minoritários e concentração do *free float* entre poucos acionistas. De fato, a baixa relevância econômica da participação dos minoritários é reflexo da dispersão das ações, devendo ser analisada em conjunto com os demais elementos que caracterizam a situação excepcional das companhias.

111. Pode-se citar o Caso CMA, o Caso Parmalat, o Caso Banrisul e o Caso Ampla, nos quais a insignificância econômica das ações em circulação para seus respectivos titulares foi expressamente utilizada como justificativa adicional à adequação do deferimento do procedimento diferenciado por esta i. CVM.

112. No Caso CMA, por exemplo, a grande maioria dos acionistas receberia menos de R\$ 500,00 (em números, de 586 acionistas identificáveis, apenas 33 receberiam um preço acima do indicado). O Caso Parmalat foi ainda mais extremo, uma vez que o maior acionista minoritário receberia R\$ 839,81 na oferta pública e a grande maioria dos demais minoritários, apenas R\$ 1,50. No Caso Banrisul e no Caso Ampla, apesar de o valor não ter sido expressamente indicado na decisão do colegiado desta i. CVM, o quantum devido a cada acionista aceitante das ofertas foi considerado pouco expressivo, reconhecendo-se o conseqüente desinteresse de tais minoritários em relação à participação nos procedimentos em questão.

113. **Na Oferta, a maioria dos acionistas minoritários receberá não mais do que R\$250,00 – aproximadamente 2.757 de 3.753 acionistas, ou seja, quase 3/4 dos minoritários –, valor este que é, de fato, menor que os R\$500,00 já considerados pouco relevantes no Caso CMA.** A rigor, se for considerada a correção monetária do período (o valor corrigido pelo Índice Geral de Preços do Mercado calculado pela Fundação Getúlio Vargas – IGP-M/FGV, de janeiro de 2005 a janeiro de 2016, é de R\$942,77), a diferença

entre os valores é ainda mais significativa e deixa ainda mais clara a irrelevância econômica das participações dos minoritários na Companhia.

114. Também em relação à irrelevância das participações dos titulares das ações em *free float* na Companhia, portanto, os precedentes confirmam a adequação do procedimento diferenciado ora solicitado para a Oferta.

IV.2.4 Absenteísmo dos minoritários na Companhia.

A. Fatos e fundamentos.

115. Os acionistas minoritários, por serem titulares de reduzida quantidade de ações de emissão da Companhia e em decorrência das demais características da composição do capital da Companhia já tratados acima, têm poucos incentivos – patrimoniais, políticos, fiscalizatórios, etc. – para comparecerem às assembleias gerais ou participarem ativamente da vida social da Companhia.

116. Como resultado disso, o não comparecimento dos acionistas minoritários às assembleias gerais da Companhia é muito expressivo e pode ser demonstrado pela total ausência de comparecimento de tais acionistas nos últimos eventos sociais.

117. De fato, nas 19 assembleias gerais ocorridas nos 10 últimos anos, o comparecimento dos acionistas minoritários foi mínimo. Em **18** das assembleias gerais, **nenhum minoritário compareceu**, enquanto, em uma única delas, ocorrida em 2006, o comparecimento observado foi de não mais do que 7 acionistas minoritários, os quais foram representados pelo mesmo procurador que os Acionistas Controladores – **vale lembrar que a base acionária da Companhia é de quase 4.000 acionistas.**

118. Recentemente, na assembleia geral extraordinária do dia 17.06.15, destinada à deliberação sobre o grupamento das ações da Companhia, tema que efetivamente afetava de forma direta os interesses dos acionistas minoritários, que poderiam se ver fora da Companhia se não recompusessem sua participação em tempo hábil, **nenhum acionista titular de ações em circulação compareceu, o que deixa claro que os acionistas da Companhia não estão preocupados nem mesmo com o fato de deixarem de ser acionistas.**

119. O absenteísmo dos minoritários é bem ilustrado pela tabela abaixo, que compila as listas de presença das assembleias gerais da Companhia realizadas nos últimos 10 anos, anexas a este requerimento (Anexo IV – Listas de Presença de Assembleias Gerais):

Assembleia geral	N.º de acionistas minoritários presentes
13ª Assembleia Geral Ordinária de 29.04.2005	Zero
24ª Assembleia Geral Extraordinária de 02.03.2006	7
14ª Assembleia Geral Ordinária de 28.04.2006	Zero
15ª Assembleia Geral Ordinária de 27.04.2007	Zero
25ª Assembleia Geral Extraordinária de 23.08.2007 (não instalada)	Zero
Assembleia Especial dos Preferencialistas de 23.08.2007 (não instalada)	Zero

16ª Assembleia Geral Ordinária de 29.04.2008	Zero
17ª Assembleia Geral Ordinária de 30.04.2008	Zero
25ª Assembleia Geral Extraordinária de 03.08.2009 (1ª convocação – não instalada)	Zero
25ª Assembleia Geral Extraordinária de 11.08.2009 (2ª convocação)	Zero
18ª Assembleia Geral Ordinária de 30.04.2010	Zero
19ª Assembleia Geral Ordinária de 29.04.2009	Zero
20ª Assembleia Geral Ordinária de 30.04.2012	Zero
26ª Assembleia Geral Extraordinária de 25.07.2012	Zero
21ª Assembleia Geral Ordinária de 26.04.2013	Zero
22ª Assembleia Geral Ordinária de 28.04.2014	Zero
27ª Assembleia Geral Extraordinária de 26.01.2015	Zero

120. Os minoritários, como fica evidente pela abstenção quase completa de participação nas assembleias gerais, são ausentes da vida social da Companhia há anos. Como já se discutiu acima, a justificativa para isso, dentre outros fatores, é a de que não existe uma razão econômica para tais acionistas participem dos negócios da Companhia. Como suas participações são pouco significativas do ponto de vista econômico e societário, o custo para participarem da vida social da Companhia não compensa eventuais resultados – positivos ou negativos – que possam recair sobre o patrimônio dos acionistas.

121. Ou seja, é seguro dizer que os acionistas não têm interesse em acompanhar as atividades da Companhia nem em participar efetivamente da vida social. Tanto é assim que sequer comparecem às assembleias gerais. E, da mesma forma que os acionistas não comparecem ao fórum ordinário de deliberação da Companhia, é provável que não comparecerão à Oferta, por sua indiferença também em relação ao cancelamento de registro da Companhia.

122. O desinteresse dos acionistas pela Companhia reafirma, portanto, **o risco de baixa representatividade dos minoritários no procedimento da Oferta**, e o risco, caso o procedimento diferenciado ora solicitado – que concilia de forma mais adequada os interesses envolvidos – não seja deferido, de que acionistas pouco representativos e, mais ainda, que não têm qualquer interesse na Companhia, tomem uma decisão tão relevante quanto o cancelamento de seu registro.

B. Precedentes.

123. O absentéismo dos acionistas minoritários esteve presente na maioria dos precedentes em que a inversão e alteração da base de cálculo do quórum de aprovação das ofertas públicas foi deferida por esta i. CVM e foi caracterizado, principalmente, pelo não comparecimento dos acionistas às assembleias da companhia, dentre outros elementos complementares, como a reduzida distribuição de dividendos e a dificuldade de localização dos acionistas.

124. Nesse sentido, o absentismo dos minoritários pode ser verificado nos seguintes precedentes: (1) Caso Atlas Schindler; (2) Caso Portland Itaú; (3) oferta pública para cancelamento de registro da Itaparica S.A. Empreendimentos Turísticos (processo CVM n.º RJ-2003/12826) (“Caso Itaparica”); (4) Caso Parmalat; (5) Caso Cia. Maranhense; (6) Caso Banrisul; (7) Caso Cia. Bandeirantes; e (8) Caso Ampla.

125. Os elementos que demonstram o absentismo dos minoritários nos precedentes indicados são bastante diversos. Por exemplo, no Caso Cia. Maranhense e no Caso Cia. Bandeirantes, os cadastros dos acionistas não eram atualizados há décadas, assim como no Caso Atlas Schindler. Da mesma forma, no Caso Portland Itaú, cerca de 2/3 dos acionistas minoritários não compareceu para receber os dividendos a que tinham direito na última distribuição realizada pela companhia.

126. No Caso Parmalat, Caso Itaparica, Caso Banrisul e no Caso Ampla, a ausência de comparecimento dos minoritários às assembleias gerais da companhia por muitos anos foi o elemento fundamental para caracterizar o absentismo dos minoritários, em situação, portanto, muito semelhante à da Companhia.

127. Independentemente dos fatos que demonstrem o absentismo dos acionistas no caso concreto, trata-se de um fenômeno único, ou seja, a não participação da vida social das companhias pelos minoritários e seu reiterado desinteresse em relação aos negócios sociais.

128. O fenômeno efetivamente requer uma resposta regulatória diferenciada, tal como foi deferida por esta i. CVM nos casos mencionados acima, para evitar que acionistas pouco representativos e pouco interessados na companhia acabem por tomar uma decisão de grande relevância para ela e para os demais envolvidos. Dessa forma, justifica-se novamente a adequação do procedimento diferenciado na Oferta, considerando-se o completo absentismo dos minoritários em relação às atividades da Companhia.

IV.2.5 Dificuldade de localização dos acionistas minoritários.

A. Fatos e fundamentos.

129. Mais que ausentes da vida social da Companhia, é de se supor que muitos dos acionistas minoritários sequer possam ser localizados atualmente.

130. A maioria deles são pessoas físicas, que ingressaram na Companhia há anos, tendo em vista que a Companhia teve seu registro concedido na CVM na década de 1990 e que, desde então, não tiveram muitas oportunidades de alterar suas participações sociais, dado o reduzido volume de negócios com ações da Companhia na BM&FBOVESPA.

131. Além disso, se a Companhia fosse tentar localizar seus acionistas, incorreria em custos extremamente elevados. Na verdade, idealmente, os próprios acionistas deveriam manter seus cadastros atualizados, para garantir sua participação ativa na vida social da Companhia. Se não o fazem, é devido à ausência de incentivos à participação efetiva e ao seu desinteresse sobre os negócios sociais, presentes no caso da Companhia, como se demonstrou acima.

132. Sequer é possível confirmar se, de fato, tais acionistas são localizáveis atualmente, pois a Companhia não distribui dividendos há anos e, portanto, não é necessário localizá-los a cada exercício social. Da mesma forma, não houve eventos sociais que possibilitassem a atualização cadastral dos acionistas ou, se houve, os próprios minoritários deles se ausentaram, como as oportunidades de aumento de capital da Companhia, em que um número muito reduzido de minoritários compareceu para exercer seu direito de preferência na subscrição das novas ações emitidas pela Companhia.

133. Ademais, a provável dificuldade de localização dos acionistas não se aplica apenas à

Companhia, mas também aos próprios acionistas, que dificilmente conseguiriam se coordenar para apresentar uma opinião coesa e coletiva do grupo dos minoritários na Oferta, como mencionado acima. Em verdade, os minoritários sequer têm incentivos para tentar coordenar-se, dada a insignificância de suas participações e os demais elementos a ela associados, mas, mesmo que tivessem tais incentivos, seria praticamente impossível fazê-lo diante da provável dificuldade de localização dos acionistas.

B. Precedentes.

134. A dificuldade de localização dos acionistas minoritários, aliada à desatualização cadastral, foi expressamente tratada nos seguintes precedentes em que esta i. CVM decidiu favoravelmente pela adoção do procedimento diferenciado ora postulado pelos Requerentes: (1) Caso Itaparica; (2) Caso Parmalat; (3) Caso Cia. Maranhense; (4) Caso Banrisul; (5) Caso Cia. Bandeirantes; e (6) Caso Ampla.

135. Nesses precedentes, a situação de desatualização dos cadastros dos minoritários, ou mesmo a ausência quase completa de informações fornecidas às companhias, tornava as tentativas de contato com seus acionistas extremamente ineficientes e pouco efetivas, ou até impedia tais tentativas de contato.

136. É o que ocorre também no caso da Companhia, uma vez que provavelmente os cadastros da grande maioria de seus acionistas minoritários não são atualizados há anos e tais acionistas dificilmente podem ser localizados atualmente.

IV.2.6 Baixa liquidez das ações da Companhia.

A. Fatos e fundamentos.

137. As ações da Companhia, apesar de estarem listadas no segmento tradicional da BM&FBOVESPA, apresentam baixíssima liquidez, como pode ser verificado a partir do reduzido volume de suas negociações.

138. Ainda que a Companhia tenha quase 4 mil acionistas e cerca de 740 mil ações por ela emitidas estejam em circulação, houve somente **1.717 negócios em bolsa de valores entre março de 2015 e fevereiro de 2016, resultando em cerca de apenas 140 negócios por mês, ou cerca de 7 negócios por pregão.**

139. Além disso, em diversos pregões nesse período, o número de negócios foi zero ou consistiu em apenas algumas poucas transações.

140. Pelo volume de negociações, é evidente que os minoritários, além de não se interessarem pela vida social da Companhia, também não negociam as ações de que são titulares. As razões que justificam esse comportamento não diferem, em geral, do que já se discutiu acima sobre os efeitos da dispersão e atomização do capital social e da insignificância econômica da participação dos minoritários na Companhia.

141. As participações dos minoritários são tão insignificantes economicamente que eles sequer têm incentivos para aliená-las a terceiros no mercado secundário.

142. Ou seja, se os acionistas já não se valem historicamente da possibilidade da negociação em bolsa de suas ações, a decisão de Cancelamento de Registro não deverá afetar de forma relevante, também por esse aspecto, os interesses dos acionistas titulares de ações em circulação.

143. É possível ainda que, mesmo que os minoritários pretendam alienar suas ações, não haja número suficiente de terceiros interessados em adquiri-las no mercado, dada a situação econômico-financeira em que a Companhia encontra-se atualmente. **A OPA para Cancelamento de Registro, por sua vez, conferirá imediata liquidez a todas as ações em circulação emitidas pela Companhia, que poderão ser vendidas em leilão, dependendo**

apenas da vontade de seus titulares.

144. De fato, a liquidez das ações da Companhia é tão baixa que qualquer pequena variação no número de negócios já representa um grande desvio no volume ordinário de negociação. Uma situação recente ilustra bem a situação: a realização de 7, 8 e 6 negócios envolvendo suas ações ordinárias e 17, 29 e 71 negócios com ações preferenciais nos dias 17, 18 e 19 de fevereiro, neste último até às 12h06, respectivamente, foi suficiente para que a Companhia fosse oficiada pela Superintendência de Acompanhamento de Empresas da BM&FBOVESPA (Ofício n.º 408/2016) para esclarecer se tinha conhecimento de algum fato que pudesse justificar a oscilação extraordinária nas negociações, conforme divulgado pela Companhia em aviso de fato relevante de 22.02.16.

145. Ou seja, **menos de 75 negócios diários em bolsa de valores foram suficientes para caracterizar uma oscilação anormal no volume de negociações das ações da Companhia e gerar variações percentuais expressivas em sua cotação.** Mais ainda, excluindo-se os dias de oscilação extraordinária na negociação das ações da Companhia do conjunto de pregões dos últimos 12 meses, o total de negócios do período passa a ser de 1.242, ou seja, cerca de apenas 100 transações por mês ou 5 por dia.

146. Aliás, a baixa liquidez das ações emitidas pela Companhia põe em xeque, inclusive, a razão para a participação da Companhia do mercado de capitais e confirma que o cancelamento de seu registro de companhia aberta é adequado diante das circunstâncias atuais.

147. A Companhia, de fato, não pretende captar recursos no mercado primário. Mas mesmo que pretendesse, provavelmente não teria sucesso, diante não apenas dos resultados financeiros apresentados nos últimos exercícios, como também da falta de interesse dos acionistas, refletida na baixíssima liquidez das ações da Companhia em mercado, a despeito de contar com cerca de 4.000 acionistas em sua base acionária.

148. Tanto assim que coube aos controladores a subscrição da grande maioria das ações emitidas em todos os aumentos de capital realizados pela Companhia nos últimos anos para fazer frente a sua necessidade de caixa.

149. Como nem a Companhia, nem os acionistas, valem-se das duas funções básicas do mercado de capitais (captação de recursos e negociação das ações no mercado secundário, respectivamente), não restam, portanto, quaisquer razões suficientes para a manutenção da Companhia como companhia aberta.

B. Precedentes.

150. A baixa liquidez foi considerada em alguns dos precedentes desta i. CVM como fundamento para autorização do procedimento diferenciado de inversão e alteração da base de cálculo do quórum de aprovação das ofertas públicas em questão.

151. Em dois dos precedentes, as ações sequer eram listadas em bolsa de valores – Caso Parmalat e Caso Bannrisul –, enquanto que, nos demais, o volume de negociações era muito reduzido, em situação semelhante àquela em que se encontra a Companhia. Trata-se dos seguintes precedentes: (1) Caso Bandepe; (2) Caso Itaparica; (3) Caso Cia. Maranhense; Caso Cia. Bandeirantes; e (4) Caso Ampla.

152. As ações da Companhia, em linha com os precedentes apontados, ao apresentarem um baixo volume de negociações em bolsa de valores e apresentarem reduzida liquidez, justificam, por ainda outro aspecto, a adoção do procedimento diferenciado na Oferta ora solicitado pelos Requerentes.

IV.2.7 Patrimônio líquido negativo.

A. Fatos e fundamentos.

153. Soma-se à situação excepcional em que se encontra a Companhia, o fato de que seu patrimônio líquido é negativo em cerca de R\$16,42 milhões, de acordo com as demonstrações financeiras do exercício findo em 31.12.15. E a situação de dificuldades financeiras tende a permanecer, uma vez que a Companhia apresentou um resultado líquido de aproximadamente R\$35,65 milhões negativos no exercício social de 2015.

154. A própria Instrução CVM n.º 361/2002 estabelece, em seu artigo 34, §1º, inciso IV, que as ofertas públicas realizadas por companhias com patrimônio líquido negativo são um dos exemplos de situações excepcionais que justificam a adoção de procedimento diferenciado. E não o faz sem razões, uma vez que companhias que enfrentam dificuldades econômico-financeiras possivelmente não conseguirão fazer frente aos custos de manutenção de seu registro de companhia aberta, além de serem pouco atrativas para investidores no mercado de capitais, diante da baixa perspectiva de distribuição de dividendos, bem como do reduzido valor econômico de suas ações.

155. De fato, a manutenção do registro de companhia aberta implica custos elevados à Companhia, dos quais são exemplos os custos de auditoria das demonstrações financeiras, de publicações de atos societários e demais informações, a taxa de fiscalização e outras contribuições devidas a esta i. CVM, a anuidade e outras contribuições devidas à BM&FBOVESPA. Esses custos podem onerar excessivamente as companhias que apresentam patrimônio líquido negativo, como é o caso da Companhia, e, com isso, prejudicarem o interesse social e a eficiência na alocação de recursos no mercado.

156. Tem-se, portanto, mais uma justificativa para o cancelamento de registro da Companhia e a adoção de procedimento diferenciado na realização da Oferta ora solicitado, de forma a evitar que esta seja dificultada, ou mesmo inviabilizada, por alguns acionistas, pouco representativos do conjunto dos titulares das ações em circulação.

B. Precedentes.

157. A circunstância de patrimônio líquido negativo da companhia em questão já foi considerada relevante para o deferimento da inversão e mudança da base de cálculo do quórum de aprovação da oferta pública no Caso CMA.

158. Naquela oportunidade, o diretor Sergio Weguelin ponderou a situação patrimonial da companhia e o interesse social, frente aos custos envolvidos na manutenção de companhias abertas, e concluiu pela adequação do cancelamento de registro na situação concreta, como se verifica pelo seguinte excerto de seu voto:

*“Verifica-se ainda tratar-se de OPA que tem por objeto ações de emissão de companhia com **patrimônio líquido negativo** (art. 34, § 1.º, II, da Instrução CVM 361/02), sendo certo portanto que a manutenção do registro de companhia aberta da CMA pode implicar ônus excessivo e contrário aos interesses da companhia”.*

159. Como se apresentou acima, os custos de manutenção do registro de companhia aberta da Companhia são excessivamente onerosos e não são compensados por qualquer benefício advindo de sua participação do mercado de capitais.

IV.2.8 Baixo impacto da Oferta no mercado.

A. Fatos e fundamentos.

160. As participações dos minoritários são, como se viu acima, insignificantes do ponto de vista econômico e societário, mesmo se tomadas em conjunto. Tanto que, se a Oferta for aceita

por todos os acionistas titulares de ações em *free float* a quem é endereçada, a OPA para Cancelamento de Registro terá o valor de R\$1.302.511,01.

161. O valor total da Oferta não chega, por exemplo, a 10% do valor do patrimônio líquido negativo atual da Companhia, nem a 5% do valor do prejuízo apurado pela Companhia no exercício de 2015.

162. Não só o reduzido montante envolvido na Oferta caracteriza seu baixo impacto para o mercado, nos termos do artigo 34, §1º, inciso II, da Instrução CVM n.º 361/2002, mas a reduzida liquidez das ações, conforme apresentado acima, também confirma a pequena magnitude do impacto no mercado.

163. Mais ainda, como quase inexistente um mercado secundário das ações de sua emissão e a Companhia não pretende captar recursos no mercado primário, o cancelamento do registro da Companhia é, na verdade, relativamente indiferente para o mercado. A Companhia e seus acionistas, apesar daquela ser registrada na condição de companhia aberta perante esta i. CVM e ter suas ações listadas na BM&FBOVESPA, atualmente já não assumem efetivamente essa posição, por não se utilizarem das prerrogativas decorrentes da condição de companhia aberta.

164. Ou seja, a Companhia já está, de fato, quase totalmente desligada do mercado de capitais, o qual, por essa razão, não será substancialmente afetado pelo cancelamento de seu registro de companhia aberta. Esta conclusão, somada ao baixo valor nominal da Oferta e à restrita liquidez das ações da Companhia, mais do que caracterizarem o baixo impacto da Oferta, confirmam, na verdade, a própria adequação do cancelamento do registro da Companhia perante esta i. CVM diante das atuais circunstâncias em que se encontra a Companhia.

B. Precedentes.

165. Nesse sentido, os precedentes já julgados por esta i. CVM confirmam que o baixo valor nominal das ofertas e a liquidez restrita das ações das companhias em questão são indícios contundentes do baixo impacto da oferta para o mercado.

166. No Caso Atlas Schindler, cujo valor total representava cerca de **R\$4 milhões**, esta i. CVM reconheceu os reduzidos efeitos da oferta para o mercado, ainda que os montantes envolvidos fossem substancialmente maiores que o da OPA para Cancelamento de Registro neste caso. Da mesma forma, esta i. CVM expressamente reconheceu o baixo impacto provocado no mercado pela oferta de cerca de **R\$1,35 milhão** no Caso Cia. Bandeirantes, caso todos os acionistas aceitassem seus termos e decidissem alienar suas ações em leilão, em precedente que teve valor total bastante semelhante ao valor desta Oferta (em ambos os casos, sem contar os efeitos da inflação, que tornariam os valores envolvidos na presente Oferta relativamente ainda menos significativos).

167. Além disso, esta i. CVM já reconheceu o baixo impacto das ofertas em outros precedentes – (1) Caso Cia. Maranhense; (2) Caso Cia. Bandeirantes; e (3) Caso Ampla –, devido à baixa liquidez das ações em questão, tal como se verifica no caso da Companhia.

168. Tanto o reduzido valor total da Oferta, quanto a baixa liquidez das ações emitidas pela Companhia, como já se afirmou acima, estão presentes no caso da Companhia e demonstram o baixo impacto da OPA para Cancelamento de Registro para o mercado, justificando, por consequência, não só o deferimento por esta i. CVM da adoção do procedimento diferenciado ora solicitado pelos Requerentes, mas também o próprio cancelamento de registro da Companhia.

IV.5 Síntese.

169. A situação da Companhia, como se pode concluir por todos os elementos apresentados acima, é excepcional e justifica a adoção do procedimento diferenciado ora solicitado.

170. Em síntese: (a) é alta a probabilidade de que o leilão da Oferta tenha baixa representatividade dos acionistas minoritários; (b) a participação societária individual dos acionistas minoritários da Companhia é extremamente pouco representativa e irrelevante do ponto de vista econômico; (c) o valor que cada acionista minoritário tem a receber na Oferta é, em média e em comparação com outros precedentes, irrelevante; (d) os acionistas minoritários definitivamente não comparecem nas assembleias gerais da Companhia, de maneira geral não têm interesse pela vida social da Companhia e, em regra, são indiferentes mesmo em relação a sua posição societária na Companhia; (e) o patrimônio líquido da Companhia é negativo, não há perspectiva de distribuição de dividendos e não há interesse ou possibilidade de novas captações de recursos no mercado; (f) também praticamente não há negociação em mercado secundário; (g) a Companhia portanto, não tem razões para permanecer como companhia aberta, sendo a manutenção de seu registro contrária ao próprio interesse social, na medida em que gera despesas relevantes desnecessárias para a Companhia; e (h) o valor da Oferta não tem qualquer impacto no mercado, inclusive em comparação com precedentes julgados por esta i. CVM, representando menos do que 5% do próprio prejuízo apurado pela Companhia no último exercício social.

171. Dessa forma, e com o objetivo de evitar que acionistas pouco representativos do conjunto dos minoritários decidam uma matéria tão relevante quanto o cancelamento de registro da Companhia e de modo a impedir que a Companhia seja obrigada a se manter como companhia aberta em franca contradição com sua realidade e com o seu interesse social, os Requerentes pedem, respeitosamente, que esta i. CVM defira a adoção do procedimento diferenciado ora solicitada, nos termos apresentados no item IV.2, acima.

V. CANCELAMENTO DE REGISTRO.

V.1 Fundamentos jurídicos.

172. O pedido do cancelamento de registro da Companhia pode ser formulado perante esta i. CVM concomitantemente ao pedido de registro da OPA para Cancelamento de Registro, nos termos do artigo 50, §2º, e seu deferimento está condicionado ao preenchimento dos requisitos estabelecidos nos artigos 47 e 48, todos da Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009, conforme alterada (“Instrução CVM n.º 480/2009”).

173. Nos termos do artigo 48 da Instrução CVM n.º 480/2009, apenas 2 condições devem ser implementadas para o cancelamento do registro de emissores na categoria “A”, na qual a Companhia se enquadra: (1) atendimento das condições do artigo 47 em relação aos valores mobiliários distribuídos publicamente ou admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto ações e certificados de depósito de ações; e (2) atendimento dos requisitos da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro, nos termos da regulação aplicável.

V.3 Pedido.

174. Os Requerentes, tendo em vista os fundamentos jurídicos e a situação fática da Companhia, pedem, respeitosamente, que esta i. CVM defira o cancelamento do registro da Companhia na categoria “A” de emissores de valores mobiliários, caso os requisitos para a efetividade da OPA para Cancelamento de Registro sejam verificados, nos termos da regulação e legislação aplicáveis.

III. Nossas Considerações

26. A verificação do sucesso da OPA para o processo de cancelamento de registro de companhia aberta é prevista pelo art. 16, inciso II da Instrução CVM 361, transcrito abaixo:

Art. 16 (Instrução CVM 361) - O cancelamento do registro de companhia aberta somente será deferido pela CVM caso seja precedido de uma OPA para cancelamento de registro, formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia aberta, e tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia objeto, observando-se os seguintes requisitos:

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

27. Como se verifica do dispositivo normativo supramencionado, o cancelamento de registro de uma companhia aberta, após ter sido decidido pelo seu controlador, fica condicionado ainda à confirmação de titulares de ações em circulação, possibilitando, assim, uma manifestação mais representativa de todo o quadro acionário nesse processo de decisão.

28. Mais especificamente, o cancelamento de registro de companhia aberta fica condicionado à confirmação dos titulares de ações em circulação que efetivamente se manifestam sobre o tema, concordando ou não com tal processo, à proporção de suas participações na companhia objeto, no âmbito de uma OPA formulada para esse fim específico, ao que chamamos de quórum de sucesso de OPA para cancelamento de registro, como se verifica da definição de “ações em circulação”, nos termos do inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361, “para este só efeito, apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA”, diferentemente da definição de ações em circulação (*free float*) encontrada no § 2º do art. 4º-A da Lei 6.404 e no inciso III do art. 3º da Instrução CVM 361.

29. No entanto, entendemos haver casos em que o procedimento ordinário para a verificação do quórum de sucesso de OPA para cancelamento de registro de companhia aberta não se verifica como o mais adequado, exatamente por não refletir uma manifestação mais representativa de todo o quadro acionário no processo de decisão sobre o cancelamento de registro da companhia.

30. Há que se considerar, por exemplo, a possibilidade extrema de todos os acionistas minoritários se omitirem numa OPA para cancelamento de registro. Nesse caso, o quórum previsto no inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361 não se verificará, ficando a companhia objeto da OPA impedida de seu objetivo.

31. Por conta disso, esta área técnica já encaminhou pleitos de natureza semelhante à do presente caso ao Colegiado da CVM, manifestando-se favorável à inversão do quórum com a mudança de base para o sucesso de OPA para cancelamento de registro de companhia aberta, de modo que o mesmo viesse a depender da não discordância de mais de 1/3 do *free float* (das ações em circulação, conforme definidas no § 2º do art. 4º-A da Lei 6.404 e no inciso III do art. 3º da Instrução CVM 361, e não no inciso II do art. 16 da mesma norma).

32. O Colegiado da CVM, por sua vez, considerando as especificidades de cada caso, bem como a manifestação favorável da SRE, deliberou pela concessão de inversão de quórum com a mudança de base conforme mencionadas acima, como, por exemplo, nos seguintes precedentes mais recentes:

33. Decisão do Colegiado de 14/06/2016, referente à OPA para Cancelamento de Registro com adoção de procedimento diferenciado – Indústria Naval do Ceará S.A. - Processo CVM RJ-2015-4262:

Trata-se de continuação da discussão iniciada pelo Colegiado na reunião de 29.03.2016, tendo por objeto pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro (“OPA”) de Marina de Iracema Park

S.A. (“Companhia”), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002 (“Instrução 361”), formulado por sua controladora, Indústria Naval do Ceará S.A. (“Requerente”).

A adoção de procedimento diferenciado consiste na: (i) dispensa da realização de leilão em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, previsto no art. 12 da Instrução 361; (ii) dispensa da publicação do edital da OPA, previsto no art. 11 da Instrução 361; e (iii) inversão simples do quorum, estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução 361, de modo que o cancelamento de registro da Companhia esteja condicionado a não discordância de acionistas titulares de pelo menos 1/3 das ações em circulação de emissão da Companhia.

Em sua análise, consubstanciada no Memorando nº 32/2016-CVM/SRE /GER-1, de 18.02.2016, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE manifestou-se favoravelmente ao pleito, considerando os precedentes do Colegiado em situações análogas e as peculiaridades do caso concreto, dentre as quais: (i) o fato de a OPA ser destinada a apenas 3 acionistas; (ii) o baixo impacto da OPA para o mercado, tendo em vista o seu reduzido valor total, e a ausência de histórico de negociação em bolsa; (iii) o histórico de absenteísmo por parte dos acionistas titulares das ações alvo da OPA; e (iv) o fato de a OPA assegurar tratamento equitativo aos seus destinatários.

(...)

Assim, com base no art. 34 da Instrução 361, pelas razões expostas em seu voto e em linha com as conclusões da SRE, o Diretor Pablo Renteria votou pelo deferimento do pedido de adoção de procedimento diferenciado, desde que comprovado o cumprimento ao disposto no art. 48, I, combinado com o art. 47 da Instrução 480.

O Colegiado, acompanhando o voto do Diretor Pablo Renteria, deliberou, observada a condicionante acima proposta, deferir o pedido de adoção de procedimento diferenciado formulado pela Requerente, autorizando: (i) a dispensa de realização do leilão em mercado de bolsa ou balcão organizado referido no art. 12 da Instrução 361; (ii) a dispensa de publicação de edital da OPA prevista no art. 11 da Instrução 361; e (iii) a inversão simples do quórum estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução 361.

34. Decisão do Colegiado de 06/03/2012, referente à OPA Unificada por aumento de participação e para cancelamento de registro de Ampla Investimentos e Serviços S.A. – Processo CVM RJ-2011-12826:

Trata-se de pedido apresentado por Banco Itaú BBA S.A. (Instituição Intermediária), em conjunto com Endesa Latinoamérica S.A. (“Ofertante”), de registro de oferta pública unificada para aquisição de ações (OPA Unificada) por aumento de participação e para cancelamento do registro da Ampla Investimentos e Serviços S.A. (“Companhia”), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361/02.

A Ofertante solicita, ainda, a inversão do quórum estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361/02 com mudança da base de cálculo, de forma que o cancelamento do registro da Companhia esteja condicionado à não discordância de acionistas representantes de mais de 1/3 do *free float* (ações em circulação, conforme definidas no inciso III do art. 3º da Instrução CVM 361/02).

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE manifestou-se favorável ao pedido, considerando: (i) o baixo impacto para o mercado, tendo em vista a baixa liquidez das ações objeto; (ii) o desinteresse de acionistas minoritários pela vida social da Companhia; (iii) o procedimento diferenciado proposto não veda aos oito maiores acionistas minoritários o direito de decidirem sobre o processo de cancelamento de registro da Companhia, em linha com o que se observou no precedente da OPA da Companhia Bandeirantes de Armazéns Gerais (reunião de [01.02.11](#) – Proc. RJ2010/14455), em que um único acionista objeto detinha 48,45% do free float; e (iv) precedentes em que o Colegiado deliberou favoravelmente a pleito dessa natureza.

O Colegiado, tendo em vista a manifestação favorável da SRE, nos termos do exposto no Memo/SRE/GER-1/Nº 021/2012, assim como os precedentes no mesmo sentido, deliberou o deferimento dos pleitos da Ofertante, quanto à: (i) unificação da OPA; e (ii) inversão do quórum com mudança de base para verificação do sucesso da OPA Unificada, de modo que o cancelamento do registro da Companhia esteja condicionado à não discordância de acionistas representantes de mais do que 1/3 do *free float*.

35. Decisão do Colegiado de 01/02/2011, referente à OPA para cancelamento do registro da Companhia Bandeirantes de Armazéns Gerais — Processo CVM RJ-2010-14455:

Trata-se da apreciação do pedido apresentado pelo BTG Pactual CTVM S.A., em conjunto com o Sr. Érico Sodré Quirino Ferreira ("Ofertante"), para a adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução 361/02 ("Instrução"), no âmbito do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") para cancelamento do registro da Companhia Bandeirantes de Armazéns Gerais ("Companhia").

O Ofertante solicita a inversão e majoração do quórum estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução, de forma a condicionar o cancelamento do registro à não discordância de acionistas representantes de mais do que 2/3 das ações em circulação, conforme definidas no inciso III do art. 3º da Instrução. Alternativamente, caso se conclua pela inviabilidade da majoração do quórum na forma proposta, o Ofertante requer que o cancelamento do registro da Companhia esteja condicionado à não discordância de acionistas representantes de mais de 1/3 das ações em circulação.

(...)

Quanto ao mérito, a SRE manifestou-se desfavorável à inversão e majoração de quórum, nos termos pleiteados, e favorável ao pedido subsidiário para que o cancelamento do registro da Companhia esteja condicionado à não discordância de acionistas representantes de mais de 1/3 das ações em circulação. A SRE considerou inconveniente o deferimento do pedido principal, considerando: (i) que não existe concentração extraordinária das ações em circulação; (ii) a importância de o acionista detentor de 48,45% das ações em circulação ter preservado o seu direito de decidir sobre o processo de cancelamento de registro da Companhia; e (iii) que a alternativa proposta pelo próprio Ofertante demonstra que a inversão do quórum sem sua majoração não inviabilizaria o procedimento da OPA.

Quanto ao pedido subsidiário, a SRE opinou a favor da inversão do quórum de modo a que o cancelamento do registro da Companhia esteja condicionado à

não discordância de acionistas representantes de mais de 1/3 das ações em circulação, tendo em vista:

1. que o forte absenteísmo dos acionistas nas assembleias gerais ocorridas nos últimos três anos, bem como o baixo índice de pagamento dos dividendos declarados nesse período, indicam o risco de nenhum acionista se habilitar na OPA; e

2. o baixo impacto da OPA no mercado, em virtude da baixa liquidez das ações de emissão da Companhia.

O Colegiado, tendo em vista os precedentes a respeito do tema e a manifestação da SRE, deliberou a concessão do procedimento diferenciado para o cancelamento do registro da Companhia Bandeirantes de Armazéns Gerais, autorizando que o cancelamento do registro da Companhia esteja condicionado à não discordância de acionistas representantes de mais de 1/3 das ações em circulação.

36. Contextualizando os precedentes supramencionados, destacamos que, no pleito de Marina de Iracema Park S.A. (“Marina”), a OPA era destinada a apenas 3 acionistas, titulares de 405.309 ações preferenciais em circulação e que, ao preço ofertado de R\$ 0,4447 por ação, resultava em um valor máximo de R\$ 180.240,91 para a referida oferta.

37. A OPA de Marina contava, ainda, com baixo impacto para o mercado, haja vista o valor da OPA e o fato das ações não terem histórico de negociação em bolsa de valores e histórico de absenteísmo por parte dos acionistas detentores das ações alvo da OPA.

38. Vale ressaltar, ainda, que mesmo após a Deliberação do Colegiado da CVM aprovando o procedimento diferenciado proposto para aquele caso, a OPA de Marina de Iracema Park S.A. ainda se encontra em análise nesta área técnica, pois foi concedido prazo adicional para que a ofertante buscasse a anuência de titular de debêntures em circulação em relação ao cancelamento de seu registro de companhia aberta

39. No precedente da OPA de Ampla Investimentos e Serviços S.A. (“Ampla”), a ofertante alegava os seguintes motivos para a inversão do quórum com mudança de base: (i) concentração extraordinária de ações associada ao impacto da oferta para o mercado; (ii) dificuldade de localização e identificação de número significativo de acionistas e desinteresse pela vida social da Companhia, por parte dos mesmos; e (iii) baixa liquidez das ações.

40. Aquela OPA de Ampla era destinada a 1.020 acionistas, titulares de 43.592.488 ações ordinárias, equivalentes a 0,36% do capital social da Companhia.

41. O preço ofertado foi de R\$ 54,76 por lote de mil ações objeto, considerado “preço justo” com base no critério de fluxo de caixa descontado, em atendimento ao que preceitua o § 4º do art. 4º da LSA.

42. A OPA de Ampla contou, ainda, com as seguintes características:

- (i) baixo impacto para o mercado, haja vista a baixa liquidez das ações objeto;
- (ii) histórico de absenteísmo nas assembleias gerais, nos últimos anos, e pelo fato de menos de 10 acionistas minoritários terem procurado a companhia para atualização de cadastro, desde a cisão da Ampla Energia e Serviços S.A. que a originou, conforme mencionava a ofertante;
- (iii) concentração de aproximadamente 33% das ações objeto da OPA detidas por 8 grandes acionistas minoritários, conforme constava da lista de acionistas apresentada; e
- (iv) grande quantidade de acionistas minoritários que fazem jus a valores pouco

significativos, caso julgassem pertinente alienarem suas ações naquela OPA de Ampla.

43. Por fim, o valor total da OPA seria de R\$ 2.387.124,65, caso todas as ações objeto fossem alienadas.

44. Em relação ao precedente da OPA de Companhia Bandeirantes de Armazéns Gerais, em seu pleito original a ofertante solicitava a inversão e a majoração do quórum para o sucesso da OPA, com mudança de base, de modo que o cancelamento do registro estivesse condicionado à não discordância de acionistas representantes de mais do que 2/3 do *free float*, a exemplo do caso ora analisado.

45. Um dos motivos para tal pleito de majoração do quórum, condicionando o sucesso da OPA à não discordância de mais de 2/3 do *free float* naquele caso era a existência de um único acionista titular de 48,45% das ações objeto da OPA, que poderia decidir sozinho sobre o processo de cancelamento daquela companhia.

46. Alternativamente, caso se negasse seu pleito original, a ofertante solicitava que o sucesso da OPA para cancelamento de registro da Companhia Bandeirantes de Armazéns Gerais estivesse condicionado à não discordância de acionistas representantes de mais do que 1/3 do *free float*.

47. A OPA da Companhia Bandeirantes de Armazéns Gerais era destinada a aproximadamente 466 acionistas, titulares de 14.366 ações ordinárias em circulação, representativas de 7,12% de seu capital social e votante, e contava, ainda, com as seguintes características:

- (i) baixo impacto para o mercado, haja vista a baixa liquidez das ações objeto;
- (ii) o histórico de absenteísmo por parte dos acionistas minoritários, observado nas atas das assembleias daquela companhia dos últimos três anos, e na declaração da ofertante, quanto ao baixo índice de pagamento dos dividendos declarados a que os mesmos faziam jus; e
- (iii) concentração das ações objeto nas mãos de um único acionista, conforme constava da lista de acionistas apresentada.

48. O preço oferecido era de R\$ 93,55 por ação objeto, sendo ajustado pela taxa SELIC entre a data em que o mesmo fora divulgado ao mercado, por meio de Fato Relevante, até a data da liquidação financeira do leilão, estimando que a OPA alcançasse o montante de até R\$ 1.343.939,30.

49. Como se observou daquele precedente, o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente à inversão de quórum com mudança de base, mas indeferiu o pleito original de majoração do quórum para o sucesso da OPA, por ter considerado a importância de o acionista titular de 48,45% das ações em circulação ter preservado o seu direito de decidir sobre o processo de cancelamento de registro da Companhia Bandeirantes de Armazéns Gerais.

50. A despeito de termos citado precedentes em que esta área técnica manifestou-se favorável, e o Colegiado da CVM deliberou pela concessão de pleitos de inversão de quórum com mudança de base, de modo que o sucesso das OPA para cancelamento de registro estivesse condicionado à não discordância de acionistas titulares de mais de 1/3 do *free float*, há que se considerar o que ocorreu por ocasião do leilão da OPA Unificada por aumento de participação e para cancelamento de registro de Ampla.

51. O resultado daquele leilão da OPA de Ampla, conforme constava do expediente encaminhado pela BM&FBovespa, contou com a manifestação de acionistas titulares de 14.851.799 ações objeto, quantidade equivalente a 34,07% de seu *free float*, à época, caracterizando, a nosso ver, participação expressiva por parte de titulares de ações em circulação.

52. Além de ter contado com tal participação expressiva de acionistas minoritários, observou-se, ainda, que titulares de 14.490.230 ações em circulação habilitadas não venderam suas ações no leilão, tampouco concordaram com o cancelamento de registro de Ampla.

53. Em outras palavras, titulares de ações representativas de 97,57% das ações habilitadas, que correspondiam a 33,24% do *free float*, discordaram do cancelamento de registro de Ampla, no âmbito daquela OPA.
54. Entretanto, a despeito da expressiva manifestação contrária demonstrada acima, como a OPA de Ampla contava com o procedimento diferenciado para a contabilização do quórum de sucesso para o cancelamento de seu registro, nos termos constantes do precedente supramencionado, o resultado do leilão daquela OPA atendeu ao requisito para o cancelamento de registro da referida companhia.
55. Desse modo, após análise do ocorrido na OPA de Ampla, o Colegiado da CVM deliberou, em 02/12/2014, sobre o pedido de registro de OPA para cancelamento de registro de GTD Participações S.A. com adoção de procedimento diferenciado.
56. Naquele caso, a ofertante solicitava: (i) preferencialmente, a inversão e majoração do quórum com mudança de base, de modo que o sucesso da OPA para cancelamento de registro da Companhia dependa da não discordância de acionistas titulares de mais de 2/3 do *free float*; e (ii) alternativamente, a inversão de quórum e mudança de base, de modo que o sucesso da OPA para cancelamento de registro da Companhia dependa da não discordância de acionistas titulares de mais de 1/3 do *free float*.
57. Para o sucesso de seu pleito, a Ofertante apresentou argumentos similares aos apresentados nos precedentes de Marina, Ampla e Companhia Bandeirantes de Armazéns Gerais, quais sejam: (i) concentração extraordinária de ações em circulação da Companhia; (ii) ausência de participação de um número significativo de seus acionistas em assembleias gerais; e (iii) pequena monta envolvida na OPA.
58. Além disso, alegou a existência de um único acionista titular de ações em circulação em quantidade correspondente a 56,48% do *free float*, o qual, pelo rito ordinário previsto no inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361, pode decidir sozinho sobre o cancelamento ou não do registro da Companhia.
59. O Colegiado da CVM, por sua vez, com base na manifestação da área técnica, deliberou da seguinte forma:

PEDIDO DE REGISTRO DE OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO COM ADOÇÃO DE PROCEDIMENTO DIFERENCIADO - RENASCENÇA DTVM LTDA. E OUTRO – PROC. RJ2014/7223

Reg. nº 9418/14

Relator: SRE/GER-1

Trata-se de apreciação de pedido apresentado por Renascença DTVM Ltda., em conjunto com BNY Mellon GTD Fundo de Investimento em Participações (“Ofertante”), de registro de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) para cancelamento de registro de GTD Participações S.A. (“Companhia”), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361/2002 (“Instrução 361”).

A adoção de procedimento diferenciado requerido consiste: (i) preferencialmente, na inversão e majoração do quórum com mudança de base, de modo que o sucesso da OPA para cancelamento de registro da Companhia dependa da não discordância de acionistas titulares de mais de 2/3 das ações em circulação (“*free float*”); ou (ii) alternativamente, na inversão de quórum e mudança de base, de modo que o sucesso da OPA para cancelamento de registro da Companhia dependa da não discordância de acionistas titulares de mais de 1/3 do *free float*.

Quanto ao primeiro pleito, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE considerou que o presente caso segue em linha com o

entendimento exposto no caso da OPA de Companhia Bandeirantes de Armazéns Gerais (RC de 01.02.11 – Proc. RJ2010/14455), que foi considerado pelo Colegiado para indeferir o pedido, consistente no fato de 56,48% das ações em circulação ter preservado o seu direito de decidir sobre o processo de cancelamento de registro da Companhia, desde que não fique configurado qualquer abuso por parte de tal acionista no processo de cancelamento do registro da Companhia, como a área técnica observa ser o caso concreto.

Ademais, a SRE manifestou-se contrariamente à concessão do segundo pleito, basicamente por dois motivos: (i) a representatividade da fração do capital social da Companhia em circulação, objeto da OPA, equivalente a 17,66%; e (ii) a experiência vivenciada no último precedente, a OPA de Ampla Investimentos e Serviços S.A. (RC de 06.03.12 – Proc. RJ2011/12826), em que, a despeito das alegações usadas pela ofertante daquele caso, observou-se que a mesma contou com a manifestação significativa por parte dos acionistas destinatários da oferta.

Dessa forma, a área técnica, de acordo com as características do caso concreto e com os precedentes já analisados pelo Colegiado, é contrária à concessão de ambos os procedimentos diferenciados pleiteados pelo Ofertante para verificação do quórum de sucesso da OPA para o cancelamento de registro da Companhia, devendo, em seu entendimento, tal oferta observar o rito ordinário, conforme estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução 361.

Por fim, a área técnica solicita ao Colegiado autorização para que possa conceder prazo adicional ao Ofertante a fim de que o mesmo possa adequar os documentos que instruem a presente OPA à respectiva decisão, caso este decida em linha com sua manifestação.

O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no Memo/SRE/GER-1/Nº 88/14, deliberou (i) não autorizar a realização da OPA da Companhia com adoção de procedimento diferenciado conforme proposto; e (ii) autorizar a SRE a conceder prazo adicional ao Ofertante, a fim de que o mesmo possa adequar os documentos que instruem a presente OPA à presente decisão.

60. Conforme observado da Decisão acima, o Colegiado da CVM não autorizou a realização da OPA da GTD Participações S.A. (“GTD”) com adoção de procedimento diferenciado conforme proposto, sendo que a ofertante daquele caso, então, alterou os documentos da oferta para a realização do procedimento ordinário de OPA, tendo seu registro deferido em 13/01/2015.

61. Desse modo, mesmo com os argumentos apresentados na solicitação de procedimento diferenciado, verificou-se no leilão de OPA para cancelamento de registro de GTD, a adesão de 96,90% do total de ações ordinárias em circulação e de 93,76% de adesão para as ações preferenciais, sendo que 100% das ações habilitadas concordaram com o cancelamento de registro da Companhia.

62. No presente caso, conforme veremos a seguir, notamos semelhanças em relação ao caso de GTD os quais, inclusive, motivaram ambos os pedidos para adoção de procedimento diferenciado.

63. No caso de GTD, havia apenas 160 acionistas titulares de ações em circulação de emissão da companhia, o que representava cerca de 17% de *free float*. No entanto, havia concentração extraordinária de ações pois apenas um acionista titular de ações em circulação representava cerca de 56% do total do *free float* de GTD. Ademais, a ofertante naquele caso alegava, para obter o sucesso de seu pleito, a ausência de participação de um número significativo de seus acionistas em assembleias gerais, bem como pequena monta envolvida na OPA

64. No caso em tela, também alega-se a pequena monta envolvida na OPA (baixo impacto da oferta para o mercado) e concentração do *free float* com poucos acionistas. Entretanto, nota-se que os maiores 50 titulares de ações em circulação de emissão da Companhia possuem cerca de 34% do total do *free float*, o que, a nosso ver, não significa uma concentração extraordinária que isoladamente justificasse o procedimento diferenciado ora proposto.

65. Ademais, a Ofertante alega, ainda, o absentéismo de minoritários na vida societária da Companhia, mas não há indícios de que os mesmos não se manifestariam em um evento de tamanha importância como uma OPA, nos moldes do que ocorreu em Ampla e em GTD, em que alegou-se absentéismo de minoritários em assembleias mas, na realização da OPA de cancelamento de registro de ambas as companhias, o que é um evento societário em que a participação do titular de ações em circulação é o fator que define ou não o sucesso desse tipo de oferta, houve um comparecimento maciço dos mesmos.

66. Em relação ao precedente mais recente, de Marina, a nosso ver o mesmo não guarda as mesmas proporções com o caso em tela, pois, em Marina, havia apenas 3 acionistas objeto, suas ações não eram negociadas em mercados de valores regulamentados, o valor total da OPA não ultrapassaria R\$ 180 mil e, ainda, verificou-se o total absentéismo dos 3 acionistas aos quais se dirigiu a oferta, não obstante as tentativas de contato com os mesmos por parte da companhia objeto.

67. Adicionalmente, naquela oferta foi previsto, de forma a obter a participação dos acionistas objeto na OPA, o envio por correio do Edital e do Laudo de Avaliação aos mesmos, mediante aviso de recebimento, bem como o preenchimento e envio, por parte dos acionistas objeto da OPA, do Formulário de Manifestação à Instituição Intermediária, sendo que a ofertante arcaria com os custos referentes ao reconhecimento de firma e envio do referido formulário.

68. Já no presente caso, conforme citamos anteriormente, há 3.721 acionistas objeto, as ações de Tec Toy S.A. são negociadas diariamente na BM&FBovespa S.A, o valor total da oferta está mais próximo daqueles verificados nos precedentes de Ampla e GTD e não há concentração extraordinária de ações com um número reduzido de acionistas.

69. Por esse motivo, enfatizamos que o precedente de Marina não é o mais adequado para a presente Oferta, que a nosso ver deve seguir o procedimento ordinário para realização da OPA, nos moldes do precedente de GTD e observando o resultado apurado na OPA de Ampla.

70. Não obstante, caso o Colegiado da CVM discorde da área técnica e autorize o procedimento diferenciado proposto, a Ofertante sugere, ainda, que o mesmo só devesse ser posto em prática caso não se habilitem mais de 1/3 do total de acionistas titulares em ações de circulação da Companhia para o leilão de sua OPA.

71. Aqui vale ressaltar que não existe, em dispositivos legais ou normativos, o citado quórum de 1/3 para se considerar uma participação substancial e suficiente para decidir sobre o cancelamento ou não de registro de uma companhia aberta.

72. Ademais, parece que o quórum de habilitação de mais de 1/3 nos parece bem elevado. Afinal, uma participação, por exemplo, de 25% do total de acionistas titulares de ações em circulação em uma OPA é bastante relevante, mas no caso em tela tal percentual estaria sujeito ao procedimento diferenciado da forma proposta e se correria o risco de repetir resultado similar ao verificado na OPA de Ampla.

73. Adicionalmente, cabe destacar que tal procedimento, se deferido pela CVM, não permitiria que o acionista titular de ações em circulação da Companhia soubesse de que forma seria computado o quórum de sucesso da OPA, o que dependeria do número de acionistas habilitados no leilão, algo que não seria conhecido antes do próprio leilão da OPA.

74. Desse modo, os acionistas teriam dois cenários bem distintos para avaliar. O primeiro, que seria o procedimento diferenciado, no qual um baixo comparecimento poderia garantir o cancelamento de registro, e outro, o procedimento normal, no qual haveria uma elevada participação e o quórum de sucesso para cancelamento de registro de 2/3 dos habilitados seria mais difícil de ser atingido.

75. Essa falta de definição sobre o cômputo para o quórum de sucesso da OPA antes do leilão prejudicaria, ainda, a nosso ver, que o acionista objeto tivesse todas as informações de forma adequada sobre a Oferta de modo que pudesse tomar uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA, conforme disposto no inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361, transcrito abaixo:

Art. 4º - inciso 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;

76. Assim, a nosso ver, tal procedimento, que só seria conhecido após a habilitação e manifestação dos acionistas, não dota os acionistas titulares de ações em circulação dos elementos necessários à tomada de decisão quanto à aceitação da OPA, sem mencionar, ainda, que um quórum superior a 1/3 de todo o *free float* nos parece elevado e desproporcional para caracterizar que uma OPA possa seguir o procedimento ordinário, além de o mesmo não estar previsto em nenhum dispositivo legal ou normativo.

77. Ademais, cabe observar que, se aprovado o pleito de procedimento diferenciado da forma proposta, a Oferta automaticamente alcança o quórum de sucesso e a Companhia então terá o seu registro cancelado, não importando a manifestação contrária ou não de seus acionistas, caso 1/3 ou menos de seus acionistas titulares de ações em circulação compareçam ao leilão ou se manifestem expressamente pela concordância com a OPA.

78. De todo o exposto, nos manifestamos de forma contrária ao pleito de procedimento diferenciado formulado pela Ofertante, que consiste em, caso acionistas titulares de 1/3 ou menos de todas as ações em circulação emitidas pela Companhia compareçam ao leilão ou se manifestem expressamente pela concordância com a OPA, condicionar o sucesso da Oferta à não discordância de acionistas titulares de mais de 1/3 de todas as ações em circulação emitidas pela Companhia, operando-se, nesse caso a: (i) alteração da base de cálculo e (ii) a inversão do quórum estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361.

79. Em relação ao pedido de dispensa à observância dos arts. 47 e 48 da Instrução CVM 480, no que tange às 12.501 debêntures da 2ª emissão da Companhia, ressaltamos que constam dos documentos protocolados pela Ofertante (0155868) declarações do agente fiduciário, do agente escriturador, do Banco BMG S.A. e da própria Companhia demonstrando o registro da titularidade de tais debêntures bem como o não reconhecimento de tal titularidade pelo suposto debenturista.

80. Desse modo, nos manifestamos favoráveis a tal dispensa, dado que não existiria a possibilidade de se obter a anuência do suposto debenturista com o cancelamento de registro da Companhia ou, ainda, não seria possível o resgate de tais debêntures dado que não há titulares das mesmas (vide parágrafos 19 a 23, acima).

81. Não obstante a emissão das declarações supramencionadas no parágrafo 79, acima, entendemos que, da versão de Edital de OPA da Companhia a ser publicada, caso o Colegiado da CVM concorde com a área técnica quanto à dispensa requerida, deverá constar informação sobre a existência e a situação de tais debêntures em circulação, de forma a ser dada a devida publicidade a tais valores mobiliários durante o período da Oferta, a fim de possibilitar a ciência e a manifestação de eventual interessado.

IV. Conclusão

82. Por todo o acima exposto, propomos que o presente caso seja encaminhado ao SGE, a fim de que o pleito em tela seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora.

83. Ressaltamos, contudo, nossa **manifestação contrária** ao pleito de procedimento diferenciado formulado pela Ofertante, qual seja: (i) caso acionistas titulares de 1/3 ou menos de todas as ações em circulação emitidas pela Companhia compareçam ao leilão ou se manifestem expressamente pela concordância com a OPA, condicionar o sucesso da Oferta à não discordância de acionistas titulares de mais de 1/3 de todas as ações em circulação emitidas pela Companhia, operando-se, nesse caso a: (i) alteração da base de cálculo e (ii) a inversão do quórum estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361., devendo, então, o quórum de sucesso da OPA para cancelamento de registro de Tec Toy S.A. observar o rito ordinário, conforme estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361.

84. Não obstante, ressaltamos nossa **manifestação favorável** ao pleito de dispensa à observância dos arts. 47 e 48 da Instrução CVM 480 para o cancelamento de registro da Tec Toy S.A., em relação as 12.501 debêntures de sua 2º emissão.

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

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Gerente em exercício**, em 15/09/2016, às 13:01, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 15/09/2016, às 13:05, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 15/09/2016, às 13:54, 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 **0160548** e o código CRC **F1653F40**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0160548** and the "Código CRC" **F1653F40**.*
