



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.001012/2019-07

Reg. Col. 1356/2019

Interessados: Elekeiroz S.A.
Kilimanjaro Brazil Partners I B – Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior

Assunto: Consulta acerca da possibilidade de adoção de procedimento diferenciado em OPA Unificada por alienação de controle e para cancelamento de registro

Diretor: Carlos Alberto Rebello Sobrinho

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Eu também voto pelo deferimento do pedido de adoção de procedimento diferenciado, acompanhando, nesse ponto, as conclusões do voto do Diretor Gustavo Gonzalez.

2. Gostaria, todavia, de aproveitar a discussão para consignar, formalmente, as razões da minha divergência, já antecipada na reunião de 25.9.2018, com relação à decisão do Colegiado no âmbito dos Processos Administrativos CVM nº 19957.008104/2018-29, 19957.007244/2018-80, 19957.007245/2018-24 e 19957.007246/2018-79, que condicionou a realização da assembleia especial da Elekeiroz S.A. (“AGESP” e “Companhia”, respectivamente), que deliberaria sobre a realização de nova avaliação do valor das ações de sua emissão para fins da oferta pública unificada de aquisição de ações (“OPA Elekeiroz” ou “OPA Unificada”), à previsão de um “Valor Mínimo Garantido”.

II. INEXISTÊNCIA DE “PRECEDENTES” DO COLEGIADO SOBRE O TEMA

3. Antes de expor, propriamente, o meu entendimento sobre o tema, cumpre tecer breves esclarecimentos a respeito dos “precedentes” que teriam norteado a decisão anterior do Colegiado, decorrentes de decisões deste órgão em pedidos de unificação de procedimentos de OPA, quais sejam: (i) OPA Providência (Proc. CVM nº RJ2014/7676, de 30.6.2015); e (ii) OPA BicBanco (Proc. CVM nº RJ2014/1962, de 28.7.2015), bem



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

como dois casos mencionados em manifestação da SRE¹: (iii) OPA Afluente (Proc. CVM nº 19957.003615/2017-73); e (iv) OPA Cremer II (Proc. CVM nº 19957.011069/2017-44).

4. Em primeiro lugar, destaca-se que em nenhum dos referidos casos foi enfrentada pelo Colegiado a questão da fixação de um “Valor Mínimo Garantido”, equivalente ao valor mínimo apurado em laudo de avaliação, nos termos do art. 4º, §4º da Lei nº 6.404/76, a ser garantido pelo ofertante nos casos de OPA unificada por alienação de controle e cancelamento de registro em que o preço ajustado na alienação de controle esteja sujeito a ajustes futuros incertos, os quais, ao final, podem resultar tanto em incrementos como em decréscimos no preço da oferta destinada aos acionistas minoritários.

5. Nesta perspectiva, ainda que o ofertante concedesse mais de uma alternativa de preço para a oferta unificada, uma delas apurada com base em avaliação independente da companhia – valor justo – e a outra refletindo as condições ajustadas na operação de alienação de controle, ambas deveriam assegurar aos destinatários da oferta um patamar de preço equivalente, no mínimo, ao menor dos valores apontados pelo laudo de avaliação como valor justo da companhia, a saber, o “Valor Mínimo Garantido”.

6. Trata-se, na realidade, de entendimento recente da área técnica, expresso pela SRE a partir de 2015 quando da análise dos pedidos de registro de OPAs unificadas. Esta seria, portanto, a primeira oportunidade em que o Colegiado estaria se manifestando sobre o tema.

7. Ocorre que, mesmo se considerarmos o posicionamento mais recente da área técnica sobre o tema (a partir de 2015), entendo que os casos descritos no item 6 acima teriam pouca relevância como “precedentes” sobre o tema. Com exceção da OPA Cremer II, a ser analisada mais adiante, em nenhum dos outros casos o entendimento da SRE sobre a necessidade de garantia de um “Valor Mínimo” nos casos de OPA Unificada envolvendo cancelamento de registro culminou na formulação de exigências e, por conseguinte, não foi posto à prova pelos respectivos ofertantes.

¹ Memorando nº 68/2018-CVM/SRE/GER-1.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

8. Isso porque tanto no caso da OPA Providência² quanto na OPA BicBanco³, de início, as opções de preço que refletiam a forma de pagamento ajustada na operação de alienação de controle já previam parcela à vista superior ao patamar mínimo do preço justo apurado com base em laudo de avaliação, nos termos do art. 4º, §4º da Lei nº 6.404/76. Deste modo, o posicionamento da SRE, exposto tão somente para atestar a regularidade dos preços ofertados, não importaria em consequências financeiras para os ofertantes.

9. Não obstante a estrutura de preço da OPA Afluente fosse distinta, haja vista a indicação de preço único, também neste caso havia a previsão de parcela futura eventual (“*earn out*”), a ser paga caso verificadas determinadas condições ajustadas na operação de alienação de controle e acrescida ao “Preço da Oferta”, o qual, por sua vez, já era superior ao limite inferior do intervalo de preço apurado no laudo de avaliação⁴.

² A análise dos autos do Processo nº RJ2014/7376 revela que, em 11.7.2014, a PGI Polimeros do Brasil S.A., na qualidade de ofertante, submeteu pela primeira vez à CVM o “*Pedido de Registro de Oferta Pública de Aquisição de Ações de Emissão da Companhia Providência Indústria e Comércio*”, tendo apresentado minuta de edital de oferta indicando uma única opção de preço. No entanto, logo em 8.9.2014, a ofertante apresentou nova manifestação, antes que qualquer exigência tivesse sido formulada pela SRE, ressaltando, dentre outras informações, que, “*além da opção de pagamento das ações aos acionistas minoritários, correspondente ao preço pago aos antigos controladores da Companhia, nos mesmos termos e condições (já prevista no primeiro edital da Oferta), optou em oferecer um preço alternativo para a aquisição de tais ações, a ser pago à vista e em moeda corrente nacional, no valor de R\$ 8,15 (oito reais e quinze centavos)*”. Vale dizer que a primeira opção de preço, já divulgada na primeira minuta do edital, previa o pagamento de parcelas futuras e de parcela à vista (“Parcela Livre”), esta já superior ao limite mínimo do intervalo de preço do Laudo de Avaliação. O mesmo pode se dizer do “Preço Alternativo da Oferta”, cujo pagamento era integralmente à vista.

³ Compulsando os autos do Processo nº RJ2014/10962, instaurado para apurar o pedido de registro de OPA Unificada por aquisição de controle, cancelamento de registro e para saída do nível 1 de governança corporativa, verifica-se que, desde a primeira minuta do “*Edital de Oferta Pública Unificada de Aquisição de Ações Ordinárias e Preferenciais de Emissão de Banco Industrial e Comercial S.A.*” apresentada pelo Ofertante, previam-se duas opções de pagamento do Preço da Oferta: (i) Opção I – Preço à Vista; e (ii) Opção II – Preço Parcelado (Parcela Inicial e Parcela Final), sendo que, nos termos da Cláusula “3.2. Preço Justo”, “[o] Preço Opção I e a Parcela Inicial são, respectivamente, [°]% e [°]% superiores ao ponto médio da faixa de valores constante de avaliação das ações da Companhia elaborada pelo Avaliador (...) e encontra respaldo no Laudo de Avaliação (...)” (fls. 22).

⁴ De acordo com a primeira minuta do edital da “*Oferta Pública Unificada de Aquisição de Ações Ordinárias e Preferenciais de Emissão da Afluente Geração de Energia Elétrica S.A.*”, acostado ao pedido de registro protocolado em 18.4.2017, o “Preço da Oferta”, desconsiderando, portanto, o *earn out*, seria de R\$ 5,32, dentro do intervalo de preço de R\$ 5,07 e R\$ 5,57, apurado em Laudo de Avaliação. Cumpre destacar que a primeira minuta não previa as condições ajustadas na operação de alienação de controle quanto ao pagamento futuro de “*earn out*”, o que foi objeto de exigência pela SRE. Nos termos do Ofício nº 134/2017/CVM/SRE/GER-1, solicitou-se à ofertante “2.2.3 Estabelecer mecanismos por meio dos quais será assegurado o pagamento do valor mínimo a que fazem jus os acionistas minoritários da Companhia, nos termos do art. 254-A da LSA, após a realização dos ajustes pós-fechamento da operação de alienação de controle da Afluente e da observância do pagamento futuro de “*earn-out*”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

10. O mesmo não pode ser dito, no entanto, em relação à OPA Cremer. Neste caso, conforme sinalizado pela SRE, a parcela à vista da opção de preço que refletia os termos da alienação de controle seria inferior ao valor mínimo do preço justo apurado em laudo de avaliação, motivo pelo qual, por meio do Ofício nº 197, de 19.7.2018, a área técnica formulou a seguinte exigência:

“para que a OPA possa unificar as modalidades ‘cancelamento de registro’ e ‘alienação de controle’, solicitamos criar mecanismo de ajuste do Preço da OPA que garanta que o valor a ser recebido pelo acionista que optar por tal modalidade de preço seja, na data da liquidação da OPA, no mínimo igual ao limite inferior do intervalo de preço apurado no Laudo de Avaliação como preço justo de que trata o § 4º do art. 4º da LSA e o inciso I do art. 16 da Instrução CVM 361”.

11. De forma a atender a tal exigência, o ofertante incluiu a seguinte previsão no Edital da OPA: “[o] *Preço da Oferta total pago aos Acionistas que tiverem optado por esta forma de pagamento, atualizado pela Taxa SELIC a partir da data de cada pagamento, conforme o caso (“Preço da Oferta Recebido Atualizado”), deverá corresponder, no mínimo, ao menor valor do intervalo do preço justo apurado no Laudo de Avaliação conforme item 9.4, atualizado pela Taxa SELIC desde a Data da Liquidação até a data do 6º (sexto) aniversário da Data de Fechamento”.*

12. Há, no entanto, dois pontos fundamentais a serem considerados em relação a este caso. Em primeiro lugar, ressalte-se que, em vista da delegação de competência prevista na Deliberação CVM nº 756, de 7.11.2016⁵, o pedido de registro da OPA Unificada Cremer foi analisado e decidido tão somente pela SRE.

13. Além disso, verifica-se que a resposta da ofertante às exigências formuladas pela SRE, inclusive quanto à previsão do “Valor Mínimo” a ser garantido, foi apresentada em 13.8.2018, isto é, posteriormente à divulgação da decisão do Colegiado no âmbito do presente processo, que corroborou o entendimento da área técnica sobre o tema. Não seria pouco razoável imaginar, portanto, que a ausência de contestação por parte do ofertante refletiria a sua percepção acerca da decisão do Colegiado.

Ademais, incluir no texto do Edital descrição das respectivas possibilidades de ajuste ao preço de aquisição e a forma pela qual os acionistas que alienarem as suas ações serão informados e receberão eventuais diferenças; (...).”

⁵ II – Delegar competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para autorizar a formulação de uma única OPA, nos termos do § 2º do artigo 34 da Instrução CVM nº 361, visando a mais de uma das finalidades previstas naquela Instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de todas as modalidades de OPA propostas, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

14. Dito de outro modo, ainda que a ofertante discordasse do posicionamento da área técnica e, por conseguinte, intencionasse recorrer da decisão que lhe impôs a criação de mecanismo de ajuste de preço, conforme descrito no item 16 acima, a partir da decisão proferida no âmbito da OPA Elekeiroz, teria restado claro o entendimento do Colegiado sobre o tema, de modo que, em princípio, pouco proveito se extrairia de eventual recurso interposto pela ofertante.

15. Afastados os supostos “precedentes” sobre o tema, parece-me que o posicionamento ora em discussão, respaldado, a princípio, na interpretação do art. 34, §2º da Instrução CVM nº 361/02⁶, é recente, contrastando, inclusive, com decisões mais antigas, tal como sinalizado pelo Kilimanjaro Brasil Partners I B - Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior (“Ofertante”) em seu recurso.

16. Nesse sentido, ao examinar pedidos de registro de OPA unificada por alienação de controle e cancelamento de registro anteriores a 2015, identificam-se os seguintes casos com estrutura de preço similar à proposta para a OPA Elekeiroz: (i) Processo CVM nº RJ2002/7753 (“OPA Rhodia Ster”); (ii) Processo CVM nº RJ2003/12844 (“OPA Banco Sudameris”); e (iii) Processo CVM nº RJ2003/13524 (“OPA Cremer I”)⁷.

17. A análise destes processos revela que, com exceção da OPA Rhodia Ster, nas demais oportunidades a SRE não questionou o fato de a modalidade de preço correspondente à OPA por alienação de controle (art. 254-A da Lei nº 6.404/76) prever valor inferior ao preço justo apurado a partir de avaliação independente da companhia (art. 4º, §4º da Lei nº 6.404/76).

18. Pelo contrário, tanto na OPA do Banco Sudameris (Proc. CVM nº RJ2003/12844) quanto na OPA Cremer I (Proc. CVM nº RJ2003/13524) a SRE opinou pela inexistência de óbices à unificação das ofertas, não obstante a parcela à vista do preço correspondente à OPA por alienação de controle fosse inferior ao patamar mínimo do preço justo apurado nos termos do art. 4º, §4º da Lei nº 6.404/76. Com efeito, no âmbito da OPA Cremer I, a área técnica ressaltou em sua manifestação que “o preço a ser pago aos aceitantes da

⁶ Art. 34. §2º. A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.

⁷ Muito embora no período de 2003 a 2014 tenham sido identificadas 19 OPAs unificadas por alienação de controle e cancelamento de registro, somente quatro apresentavam estrutura similar à verificada no presente caso, isto é, a previsão de duas opções de preço, uma delas apurada com base no valor justo e a outra refletindo as condições da operação de alienação de controle.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

Opção II [alienação de controle] poderá ficar abaixo desse patamar, dado que se sujeita a deduções, conforme definidas no Edital”.

19. Por sua vez, no caso da OPA unificada da Rhodia Ster, cuja análise – vale dizer – é anterior aos dois casos supramencionados, haveria dissenso entre os próprios técnicos da gerência responsável pelo processo (GER-1) quanto às alternativas de preço propostas pelo ofertante, conforme sinalizado no MEMO/SRE/GER-1/Nº004/2003 (fls. 229 do Proc. CVM nº RJ2002/7753)⁸.

20. Se, por um lado, parte de seus integrantes entendia que a possibilidade de os acionistas aderentes à OPA por alienação de controle receberem valor inferior ao preço justo representaria violação às normas legais, por outro lado, havia quem entendesse que o preço justo estaria sendo assegurado pelo ofertante, que, no entanto, teria optado por apresentar alternativa de preço sujeita a ajustes, cuja avaliação de risco caberia ao acionista.

21. Ao final, submetido o pedido de unificação das ofertas à análise pelo Colegiado, afastou-se a controvérsia, nos termos do voto condutor do Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, concluindo-se pela regularidade das modalidades de liquidação financeira propostas pelo ofertante e, por conseguinte, pela inexistência de prejuízo aos destinatários da oferta.

22. Dada à sua relevância para a discussão objeto do presente processo, convém reproduzir o seguinte trecho do voto do Diretor Wladimir Castelo Branco:

“Aqui entendo, à luz da letra da Lei, não haver razão para maior controvérsia, pois o mandamento contido no parágrafo 4º do art. 4º da Lei das S/A me parece obedecido na oferta em exame.

Tal mandamento dispõe que, para fechar o capital de uma companhia, seu controlador deverá “formular oferta pública para adquirir a totalidade

⁸ “3.4) Não há um consenso entre os técnicos desta GER-1 acerca da legalidade da forma de liquidação financeira proposta pela Ofertante e descrita pelo item 3.2 (i) acima. Há dois entendimentos distintos, a saber:

i. A forma proposta não é válida porque, tendo em vista os ajustes futuros a serem realizados, os acionistas que optarem pela liquidação a prazo – item 3.2 (i) supra – podem, eventualmente, receber pelas suas participações alienadas um valor inferior ao preço justo, o que 1/6 configuraria infração às normas legais pertinentes; ou

ii. A forma é válida porque o pagamento do preço justo está garantido – item 3.2 (ii) supra. Caso assim desejem, os acionistas podem receber o preço justo à vista. Ou seja: a possibilidade de se sujeitarem aos ajustes é uma alternativa proposta aos acionistas que desejarem incorrer no risco inerente à gestão da companhia. A Ofertante ao adicionar uma alternativa ao que prevê a Instrução, está ampliando as opções do público alvo da oferta. Os acionistas escolheriam a opção que preferissem, por sua conta e risco.”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

das ações em circulação no mercado, por preço justo (...)" (grifei). Ora, o ofertante efetivamente formulou uma oferta pública a preço tido como justo, inclusive pela SRE, a considerar-se o transcrito acima das fls. 229, qual seja, o preço a ser pago à vista.

A estranheza da área técnica talvez tenha sido causada pelo fato de o ofertante acrescentar uma possibilidade ao aceitante da oferta, possibilidade esta, ressalte-se, restrita à alçada de ofertante e aceitante, dado tratar-se de negócio jurídico privado envolvendo direitos de natureza patrimonial, estando efetivado o dever de haver oferta pública a preço justo, como manda a Lei.

Vale dizer que a opção de pagamento a prazo estende ao destinatário da oferta as mesmas condições contratadas na alienação do controle, o que a nós parece mais uma garantia a ser gozada pelo aceitante da oferta do que uma restrição a seus direitos." (Proc. CVM nº RJ2002/7753)

23. Por estas razões, eventual interpretação distinta do posicionamento recentemente manifestado pela área técnica não contrariaria qualquer “precedente” sobre o tema. Pelo contrário, entendo ser esta a oportunidade de o Colegiado enfrentá-lo detalhadamente, para o que tentarei contribuir apresentando uma perspectiva alternativa àquela adotada por ocasião da primeira decisão do Colegiado, considerando, em especial, alguns argumentos trazidos pelo Ofertante em seu recurso, conforme passo a expor.

III. PROCEDIMENTO UNIFICADO *VERSUS* OPAS SIMULTÂNEAS

24. Inicialmente, considerando que a exigência formulada pela SRE de garantia de um “valor mínimo” equivalente ao limite inferior do preço justo apurado nos termos do art. 4º, §4º da Lei nº 6.404/76 decorreria de sua interpretação acerca do art. 34, §2º da Instrução CVM nº 361/02, cumpre analisar tal dispositivo, em especial as condições estabelecidas para unificação do procedimento de OPA, à luz da finalidade pretendida pelo regulador quando de sua criação.

25. Nesse sentido, não me parece haver dúvida quanto ao objetivo simplificador de tal previsão normativa, que autorizou a unificação dos procedimentos de ofertas voltadas a finalidades distintas (cancelamento de registro, aumento de participação de acionista controlador, alienação de controle, aquisição de controle com permuta de ações). Como condição a tal unificação, a norma previu a necessidade de compatibilização dos procedimentos para cada modalidade de OPA, bem como a ausência de prejuízo aos destinatários da oferta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

26. É certo, portanto, que a unificação dos procedimentos de OPA não pode colocar os destinatários da oferta em situação desfavorável em relação àquela que lhes seria assegurada pela regulamentação e pela norma legal caso fossem conduzidos procedimentos apartados. Isso não importa exigir do Ofertante o cumprimento de requisitos outros que não aqueles previstos na regulamentação nem tampouco estender a tutela assegurada aos destinatários da oferta para além daquela prevista na norma legal que previu a realização de cada modalidade de OPA.

27. No presente caso, a Ofertante submeteu a registro perante a CVM OPA Unificada por alienação de controle e cancelamento de registro da Elekeiroz, modalidades de oferta que preveem normas próprias para formação de preço, nos termos do art. 254-A⁹ e do art. 4º, §4º¹⁰ da Lei nº 6.404/76.

28. De acordo com a legislação societária, a OPA por alienação de controle exige do adquirente do controle, ofertante da OPA, o pagamento aos demais acionistas detentores de ações com direito a voto de, no mínimo, 80% do valor ajustado para as ações integrantes do bloco de controle, ao passo que, no caso de OPA para cancelamento de registro, o legislador assegurou a todos os acionistas da companhia o recebimento de preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia.

29. Assim, ao ofertar aos acionistas destinatários da OPA Unificada duas opções de pagamento, a primeira delas refletindo os termos negociados na alienação de controle e a segunda observando o preço apurado em laudo de avaliação contratado para fins do art. 4º, §4º da Lei nº 6.404/76, o Ofertante estaria observando ambos os requisitos legais, não cabendo à CVM, sob a justificativa de evitar prejuízo aos destinatários da oferta, extrapolar a previsão legal e exigir que uma das opções de preço seja indicada como limite mínimo a ser assegurado aos acionistas que optem pela outra opção de preço.

⁹ Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. (...)

¹⁰ Art. 4º. § 4º. O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A. (...)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

30. Voltando à finalidade do art. 34, §2º da Instrução CVM nº 361/02, não me parece razoável que uma norma criada com objetivo de racionalizar os procedimentos de OPA seja utilizada como fundamento para a formulação de exigências que não teriam cabimento caso fossem realizadas OPAs simultâneas, observado o disposto no §1º do art. 10 da referida instrução¹¹.

31. A meu ver, asseguradas aos acionistas opções de preço que observem as exigências legais atinentes a cada uma das modalidades de OPA (alienação de controle e cancelamento de registro) e disponibilizadas as informações necessárias para que os destinatários da oferta possam estimar o valor presente dos fluxos de pagamento referentes à parcela diferida e eventual da opção de preço da OPA de alienação de controle, não há que se falar em garantia de “valor mínimo” equivalente ao limite inferior do preço justo. Nestas condições, os acionistas estarão de posse de todas as informações necessária para optarem, de forma consciente e refletida, entre os dois preços ofertados.

32. Inclusive, lógica semelhante parece ter inspirado a previsão do §1º do art. 10 da Instrução CVM nº 361/02, segundo o qual está dispensado o pagamento do valor complementar previsto no inciso I do referido dispositivo para a hipótese de realização, no período de um ano, de nova OPA obrigatória, desde que a sua ocorrência já esteja divulgada no edital da OPA “original”.

33. Verifica-se, portanto, que, além de estar limitada ao período de um ano entre o leilão da OPA original e o fato que venha a impor a realização de nova oferta obrigatória, a preocupação do regulador de assegurar ao acionista o “melhor preço” pela alienação de

¹¹ Art. 10. O instrumento da OPA será firmado conjuntamente pelo ofertante e pela instituição intermediária e conterá, além dos requisitos descritos no Anexo II a esta Instrução, o seguinte:

I – declaração do ofertante, quando este for acionista controlador ou pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, de que se obriga a pagar aos titulares de ações em circulação, que aceitarem a OPA, a diferença a maior, se houver, entre o preço que estes receberem pela venda de suas ações, atualizado nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, e ajustado pelas alterações no número de ações decorrentes de bonificações, desdobramentos, grupamentos e conversões eventualmente ocorridos, e:

a) o preço por ação que seria devido, ou venha a ser devido, caso venha a se verificar, no prazo de 1 (um) ano contado da data de realização do leilão de OPA, fato que impusesse, ou venha a impor, a realização de OPA obrigatória, dentre aquelas referidas nos incisos I a III do art. 2o; e

b) o valor a que teriam direito, caso ainda fossem acionistas e dissentissem de deliberação da companhia objeto que venha a aprovar a realização de qualquer evento societário que permita o exercício do direito de recesso, quando este evento se verificar dentro do prazo de 1 (um) ano, contado da data da realização do leilão de OPA. (...)

§1º. O ofertante não estará obrigado ao pagamento a que se refere o inciso I do *caput*, caso a informação sobre a futura ocorrência da OPA obrigatória ou do evento societário ali referido já esteja divulgada quando da publicação do edital de OPA.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

suas ações deixa de existir quando divulgada, desde o início, a informação sobre a ocorrência da nova oferta.

34. Nada mais razoável se considerarmos que a proteção ao investidor, um dos fundamentos da regulação do mercado de valores mobiliários, a ser perseguido pela CVM quando de sua atuação normativa, fiscalizadora e de orientação ao mercado, não pressupõe a eliminação dos riscos inerentes à aplicação em valores mobiliários¹², mas a salvaguarda ao investidor das condições necessárias à tomada de decisão, em especial o adequado acesso a informações.

35. Assim, o processo de normatização conduzido no âmbito da política de regulação desta autarquia inspirou-se, entre outros princípios, na ampla divulgação de informações, conforme restou consignado, inclusive, em documento apresentado ao Conselho Monetário Nacional à época da criação da CVM, sob o título “*Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios*”, segundo o qual:

“A regulação da Divulgação de Informações pela CVM objetiva assegurar ao público a disponibilidade, em tempo hábil, de forma eficiente e razoável, de informações necessárias para a tomada da decisão de investir em valores mobiliários e ainda das decisões de votar e de se fazer representar em assembleias de companhias abertas.”

36. Sob esta perspectiva, entendo não haver fundamento para a exigência formulada pelo Colegiado em sua decisão original, em linha com entendimento manifestado pela SRE em casos anteriores, de exigir do Ofertante a previsão de um “Valor Mínimo” a ser assegurado aos acionistas que optarem pela modalidade de preço que reflete os termos da alienação de controle.

IV. QUÓRUM DE ADESÃO À OPA DE CANCELAMENTO DE REGISTRO NO ÂMBITO DE PROCEDIMENTO UNIFICADO

37. Ainda no que se refere à observância do art. 34, §2º da Instrução CVM nº 361/02, cabe assinalar que, em relação à OPA para cancelamento de registro deve-se avaliar não somente a observância do requisito de preço justo, apurado a partir de avaliação independente da companhia, como também um segundo requisito, previsto no inciso II do art. 16 da Instrução CVM nº 361/02: o quórum mínimo de adesão à OPA.

¹² Nesse sentido, em documento apresentado ao Conselho Monetário Nacional à época de sua criação, sob o título “*Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios*”, ao discorrer acerca do fundamento de proteção ao investidor, ressaltou-se que o resguardo a ser conferido ao investidor, em especial ao investidor individual, não deve “*distorcer as características de risco inerentes às aplicações em valores mobiliários*” (fl. 5).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

38. Nos termos do referido dispositivo, a liquidação da oferta está condicionada à aceitação de acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, a qual poderá se verificar a partir da concordância expressa do acionista com o cancelamento de registro ou, ainda, por meio de sua adesão à OPA, com a alienação de suas ações em leilão (art. 21, inciso I, da Instrução CVM nº 361/02).

39. Tal requisito não impõe maiores dificuldades nos casos em que a OPA Unificada conta com uma única alternativa de preço, fixada em observância a ambos os requisitos legais (art. 4º, §4º e art. 254-A da Lei nº 6.404/76), hipótese em que, ao se habilitarem para o leilão da OPA e alienarem as suas ações, os acionistas demonstram a sua adesão a ambas as modalidades de oferta.

40. No entanto, em cenário distinto, apresenta-se o seguinte questionamento: assumindo-se ser possível ao ofertante apresentar duas opções de preço, cada uma delas observando as exigências legais atinentes às respectivas modalidades de OPA (alienação de controle e cancelamento de registro), a opção por uma das alternativas de preço importaria tão somente a aceitação da modalidade de oferta correspondente ou poderia ser interpretada como a anuência do acionista a ambas as finalidades pretendidas pelo ofertante?

41. Revisitando os três casos mencionados acima com estrutura de preço similar àquela prevista na OPA Elekeiroz, não identifico qualquer distinção adotada na contabilização do quórum de adesão à OPA para cancelamento de registro a depender da alternativa de preço escolhida pelo destinatário da oferta. Na realidade, a única menção sobre o tema consta da manifestação da SRE no âmbito da OPA Banco Sudameris e aponta em sentido contrário.

42. Naquela oportunidade destacou-se que:

“[a] liquidação da Oferta para Cancelamento de Registro ficará condicionada a que titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das Ações em Circulação Habilitadas aceitem a Oferta para Cancelamento de Registro ou aceitem a OPA por Alienação de Controle ou ainda concordem expressamente com o cancelamento de registro de companhia aberta da Emissora.

Assim, caso a condição supramencionada não se verifique, a Oferta para Cancelamento de Registro ficará sem efeito.

Nesse caso, será assegurado aos acionistas titulares de Ações Ordinárias que tenham aceito a Oferta para Cancelamento de Registro aceitar, antes do encerramento do Leilão, a OPA por Alienação de Controle.” (g.n.) (Proc. CVM nº RJ2003/12844)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

43. Esses precedentes deixam clara a acertada aplicação da Instrução CVM nº 361/02, que vem sendo dada ao longo do tempo pela CVM, em seus processos de registro de OPA unificada, no sentido de que, mediante a venda de suas ações, não importando por qual dos dois ou mais preços oferecidos, os acionistas tomam uma decisão refletida e, dessa forma, formalmente aceitam a OPA, com sua saída do capital social da companhia. Em consequência, as ações por eles alienadas no âmbito da OPA unificada são computadas para o atingimento do quórum de 2/3 das ações em circulação de que trata o art. 16 da referida norma.

44. Ainda assim, caso no futuro não se entenda mais desta forma e restrinja-se o cômputo do quórum apenas àqueles acionistas que tenham aderido à OPA por cancelamento de registro – leia-se, à alternativa de preço refletindo o preço justo da companhia –, mediante alteração da Instrução CVM nº 361/02, entendo que a previsão do “Valor Mínimo Garantido”, tal como descrita em análises recentes da SRE em procedimentos de OPA Unificada, possa ser exigida em caráter excepcional, impondo-se tão somente quando o ofertante queira valer-se das adesões à OPA por alienação de controle para compor o quórum de dois terços exigido para o cancelamento do registro da companhia.

45. Caso contrário, preserva-se, de um lado, a liberdade do ofertante de apresentar alternativas de preço, sem que lhe seja exigido garantir para cada modalidade o valor mínimo indicado na outra opção, e, de outro, a autonomia dos destinatários da OPA Unificada de avaliarem a opção que melhor atenda a seus interesses, ponderando, inclusive, a conveniência de assumir o risco de eventuais ajustes futuros.

V. PEDIDO DE NOVO LAUDO (ART. 4º-A DA LEI Nº 6.404/76)

46. Retomando a questão principal que deu origem ao presente processo, referente à convocação de assembleia especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação para determinação do valor das ações de emissão da Elekeiroz, gostaria de fazer breves comentários a respeito da interpretação conferida ao art. 4º-A da Lei nº 6.404/76.

47. O referido dispositivo concede aos acionistas titulares de, no mínimo, 10% das ações em circulação no mercado a prerrogativa de convocar assembleia especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação da companhia. Em contrapartida, atribui a estes acionistas o dever de ressarcir a companhia dos custos incorridos com o novo laudo, caso “o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública”, nos termos do §3º do art. 4-A da Lei nº 6.404/76.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

48. A propósito, entendo que, nos casos em que são previstas duas opções de preço, uma refletindo os termos da alienação de controle e outra observando o preço justo apurado em laudo de avaliação, o “*valor inicial da oferta pública*” a que se refere o §3º do art. 4º diz respeito ao valor ofertado para a OPA de cancelamento de registro e, por conseguinte, não guarda qualquer relação com a outra opção de preço ofertada ao acionista, cujo parâmetro de fixação não é o preço justo de avaliação da companhia, mas sim os valores ajustados na operação de alienação de controle.

49. Não posso concordar, portanto, com a conclusão anterior do Colegiado de que “[t]ratando-se especificamente da assembleia especial prevista no art. 4º-A, nos casos em que o preço contratado para a alienação de controle prevê a possibilidade de Ajustes Futuros, o ‘valor inicial da oferta pública’ mencionado no §3º do referido artigo deve ser interpretado como sendo o Valor Mínimo Garantido”.

50. Aceita esta interpretação, colocamo-nos diante do seguinte entrave: apontar o responsável pelos custos incorridos com o novo laudo de avaliação na hipótese em que o valor apurado seja superior ao “Valor Mínimo Garantido”, mas inferior à alternativa de preço correspondente à OPA por cancelamento de registro.

51. Utilizando como exemplo os valores inicialmente indicados na minuta do edital da OPA Elekeiroz, a situação que pretendo ilustrar seria a seguinte: deliberada a contratação de novo laudo de avaliação, nos termos do art. 4º-A, §3º da Lei nº 6.404/76, o valor apurado é superior a R\$ 5,83, correspondente ao limite inferior do intervalo de preço indicado no laudo original como preço justo (*Valor Mínimo Garantido*), mas inferior a R\$ 6,75, opção de preço à vista. Caberia, nestas circunstâncias, impor ao ofertante, adquirente do controle acionário, o ônus decorrente da solicitação de nova avaliação? Entendo que não.

52. Ademais, nesta fase do procedimento de OPA Unificada, em que se busca deliberar pela realização de nova avaliação da companhia, as informações a serem disponibilizadas aos acionistas para assegurar uma tomada de decisão consciente e refletida dizem respeito à opção de preço da OPA de cancelamento de registro e às informações relativas ao laudo de avaliação que subsidiou a fixação do “preço justo”.

53. Nesse sentido, o próprio §1º do art. 4º-A prevê que a solicitação dos acionistas de convocação de assembleia especial para deliberar acerca de nova avaliação da companhia deve ser acompanhada de “*elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado*”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

54. Assim, eventuais esclarecimentos a respeito da opção de preço referente à alienação de controle da OPA Unificada não seriam suficientes para concluirmos pela existência de falha informacional a sustentar o pedido de adiamento da assembleia especial. Da mesma forma, nesta fase, as informações constantes do contrato de alienação de ações serviriam tão somente para revelar falha ou imprecisão do laudo de avaliação contratado. A questão do “Valor Mínimo Garantido” passa ao largo, portanto, deste procedimento de convocação da assembleia especial.

VI. CONCLUSÃO

55. Por todo o exposto, reitero o meu entendimento contrário à exigência de um “Valor Mínimo Garantido”, a ser assegurado pelo ofertante nos casos de OPA unificada por alienação de controle e cancelamento de registro em que o preço ajustado na alienação de controle esteja sujeito a ajustes futuros incertos.

Rio de Janeiro, 18 de junho de 2019.

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

DIRETOR