

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Memorando nº 21/2020-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 03 de abril de 2020.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

**Assunto: Recurso contra decisão da SRE - OPA voluntária, a ser realizada em virtude de determinação da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, de Construtora Sultepa S.A. – em recuperação judicial - Processo CVM nº 19957.010983/2017-78**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de expediente encaminhado à CVM em 13/03/2020 (documentos 0957146 e 0957149), elaborado por Portella Nunes Participações S.A. (“Ofertante” ou “Recorrente”), interpondo recurso (“Recurso”) contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”), no âmbito da apreciação de pleito de adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02 (Instrução CVM 361”), a ser adotado na oferta pública de aquisição de ações (“OPA” ou “Oferta”) de emissão de Construtora Sultepa S.A. – em recuperação judicial (“Companhia” ou “Sultepa”), na modalidade “voluntária”, nos termos do inciso IV do art. 2º e do art. 31, ambos da citada Instrução.

2. Cumpre mencionar que a OPA foi determinada pela B3 - Brasil, Bolsa e Balcão (“B3” ou “Bolsa”) em função do cancelamento de ofício da listagem de Sultepa junto àquela Bolsa, tratando-se, como já mencionado, de OPA voluntária, a qual independe de registro na CVM, de modo que o caso em questão foi analisado no âmbito do Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco da SRE de 2017-2018, que previa, assim como o atual Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco da SRE também prevê, a supervisão de todas as OPA não registradas na CVM. Dessa forma, tendo em vista que a operação em tela contém pleito de adoção de procedimento diferenciado, o presente processo teve como intuito, além supervisionar a observância dos requisitos aplicáveis às OPA voluntárias (o que naturalmente se faria com base no Plano Bienal de SBR da SRE), também tratar do pedido de adoção de procedimento diferenciado, que consiste nas dispensas de:

- a. realização de leilão em bolsa de valores, conforme previsto no inciso VII do art. 4º e no art. 12 da Instrução CVM 361;
- b. publicação de instrumento de OPA, sob forma de edital, em jornal de grande circulação, conforme previa o art. 11 da Instrução CVM 361, sendo que o referido pleito perdeu o objeto em função da edição da Instrução CVM nº 616/19, que excluiu a obrigatoriedade de que tal publicação se dê em jornal de grande circulação;
- c. contratação de instituição intermediária, conforme previsto no inciso IV do art. 4º e no art. 7º da Instrução CVM 361;
- d. elaboração de laudo de avaliação, conforme previsto no item VI do art. 4º da Instrução CVM 361; e
- e. de observância dos limites de 1/3 e 2/3 previstos pelo art. 15 da Instrução CVM 361.

3. Cabe destacar ainda que, de acordo com o inciso I da Deliberação CVM nº 756 de 04/11/2016 (“Deliberação CVM 756”), foi delegada competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) para apreciar pedidos de adoção de procedimento diferenciado de OPA, nos termos do *caput* do artigo 34 da Instrução CVM 361, desde que o procedimento diferenciado solicitado já tenha sido objeto de deliberação anterior por parte do Colegiado da CVM no âmbito de ofertas com características similares.

4. Nesse sentido, após análise realizada nos termos do Relatório nº 2/2020-CVM/SRE/GER-1 (documento 0932264), esta área técnica encaminhou, em 27/02/2020, o Ofício nº 26/2020/CVM/SRE/GER-1 (documento 0932924) ao Ofertante, comunicando:

(i) o **deferimento** da dispensa de realização de leilão em bolsa de valores, conforme previsto no inciso VII do art. 4º e no art. 12 da Instrução CVM 361;

(ii) que o pleito de dispensa de publicação de instrumento de OPA, sob forma de edital, em jornais de grande circulação, perdeu o objeto com o advento da Instrução CVM nº 616/19, sendo desnecessário, inclusive, o envio de Carta Convite aos destinatários da OPA, mantendo-se, entretanto, a possibilidade de manifestação dos acionistas na OPA via envio do Formulário de Adesão à Nova Futura, sem custo, por meio de carta registrada com aviso de recebimento;

(iii) o **indeferimento** do pleito de dispensa de contratação de instituição intermediária, conforme previsto no inciso IV do art. 4º e no art. 7º da Instrução CVM 361, pelos motivos expostos nos parágrafos 26 a 30 do Relatório nº 2/2020-CVM/SRE/GER-1, preservado ao Ofertante o direito de interpor recurso em face dessa decisão;

(iv) o **deferimento** do pleito de dispensa de elaboração de laudo de avaliação, conforme previsto no item VI do art. 4º da Instrução CVM 361, **desde que seja incluída no Edital da OPA uma correção de seu preço de 27/12/2017 até o lançamento**

*da Oferta, ou seja, até a data da divulgação de seu Edital, pelos motivos expostos no parágrafo 33 do Relatório nº 2/2020-CVM/SRE/GER-1; e*

*(v) que a observância dos limites de 1/3 e 2/3 previstos pelo art. 15 da Instrução CVM 361, com a edição da Instrução CVM nº 616/19, não seria mais aplicável à presente OPA, conforme mencionamos no parágrafo 34 do Relatório nº 2/2020-CVM/SRE/GER-1.*

5. Destaca-se que o Recurso foi interposto contra decisão desta área técnica que indeferiu o pleito de dispensa de contratação de instituição intermediária, conforme previsto no inciso IV do art. 4º e no art. 7º da Instrução CVM 361, destacado no item (iii) acima, tendo sido protocolado tempestivamente, observando o prazo previsto no inciso III da Deliberação CVM nº 463/03 ("Deliberação CVM 463").

6. A fim de analisar o Recurso, o presente Memorando contará com as seguintes seções: "I. Breve Histórico do Processo"; "II. Análise do procedimento diferenciado pela SRE"; "III. Alegações do Recorrente"; "IV. Nossas Considerações"; e "V. Conclusão".

### **I. Breve Histórico do Processo:**

7. Com o intuito de demonstrar os motivos pelos quais a OPA encontra-se em análise nesta área técnica por período muito superior à média de casos similares, cabe descrever abaixo um breve histórico do presente caso:

7.1. Em 24/11/2017, foi protocolada junto à CVM correspondência (doctº 0395227), informando que a B3 havia decidido pelo cancelamento de listagem da Sultepa, a partir de 06/03/2017, fato comunicado à Companhia por intermédio do Ofício 028/2017 – DP de 27/01/2017 (“Ofício 028”), bem como informando sobre a necessidade de realização de uma OPA em função do referido cancelamento, para a qual foi solicitada a dispensa da observância dos limites de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361;

7.2. No Ofício citado acima, a B3 determinou que a Companhia deveria realizar OPA até 01/12/2017, “por preço equivalente, no mínimo, ao valor correspondente à média ponderada por volume da cotação, por espécie e classe, das ações nos últimos 12 meses (período entre 28/01/2016 e 27/01/2017)”.

7.3. Em 06/12/2017, foi enviado o Ofício nº 413/2017/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 413”) (doctº 0399962), solicitando, nos termos da Instrução CVM 361, o envio de: (i) minuta do instrumento de OPA, na forma em que será publicado; (ii) cópia do contrato de intermediação; e (iii) laudo de avaliação da Companhia, para que pudéssemos nos pronunciar sobre o pleito supra.

7.4. Como não houve resposta ao Ofício 413 em tempo razoável, em 09/01/2018, foi enviado o Ofício nº 3/2018/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 3”) comunicando que o prazo para atendimento ao Ofício 413 encerrar-se-ia em 19/01/2018, após o que o Processo em referência seria arquivado, sem que tenha havido a análise, por esta área técnica, da dispensa ora pleiteada.

7.5. Em 12/01/2018, a Companhia encaminhou correspondência (doctº 0424498) requerendo dilação de prazo até 19/02/2018 para atendimento integral ao disposto no Ofício 413, o que foi prontamente deferido por nós.

7.6. Em 19/02/2018, a Companhia encaminhou correspondência (doctº 0441603) requerendo nova dilação de prazo até 10/03/2018, para atendimento integral ao disposto no Ofício 413, o que foi prontamente deferido por nós.

7.7. Em 10/03/2018, a Companhia encaminhou correspondência (doctº 0457614) requerendo nova dilação de prazo até 27/03/2018, para atendimento integral ao disposto no Ofício 413, o que foi prontamente deferido por nós.

7.8. Em 15/03/2018, a B3 encaminhou comunicado (doctº 0464212) informando a Companhia do dever de: “(i) até o dia 27/03/2018, protocolar na B3 o laudo de avaliação da Companhia e o Edital da OPA; e (ii) até o dia 27/06/2018, realizar a OPA”.

7.9. Em 27/03/2018, a Companhia encaminhou correspondência (doctº 0476119) apresentando os documentos solicitados por meio do Ofício 413.

7.10. Em 02/05/2018, foi encaminhado o Ofício nº 112/2018/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 112”) (doctº 0506616) de exigências com relação aos documentos apresentados, concedendo prazo até 01/06/2018 para seu atendimento.

7.11. Em 01/06/2018, a Companhia encaminhou correspondência (doctº 0529811) em resposta ao Ofício 112, acompanhada de documentação ajustada.

7.12. Em 03/07/2018, foi encaminhado o Ofício nº 167/2018/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 167”) (doctº 0536174) de reiteração de exigências, concedendo prazo até 02/08/2018 para seu atendimento.

7.13. Em 01/08/2018, a Companhia encaminhou correspondência (doctº 0570392) requerendo dilação de prazo até 17/09/2018 para atendimento integral ao disposto no Ofício 167, o que foi prontamente deferido por nós.

7.14. Em 17/08/2018, foi encaminhada correspondência (doctº 0580908) solicitando aditamento ao pedido de dispensa citado no item 3.1, pleiteando adicionalmente a dispensa da contratação de instituição intermediária e de realização de leilão em bolsa de valores.

7.15. Em 21/09/2018, foi encaminhada nova correspondência (doctº 0603968) expondo maiores detalhes sobre os procedimentos diferenciados que se intenta adotar na Oferta, mencionando que pretendia, ainda, solicitar também dispensa do requisito, à época existente, de publicação do Edital em jornal de grande circulação e, por fim, solicitando manifestação da CVM a respeito dos procedimentos propostos.

7.16. Em 11/10/2018, face aos novos pedidos de dispensa de requisitos e os procedimentos propostos, foi enviado o Ofício nº 263/2018/CVM/SRE/GER-1 (doctº 0615105) (“Ofício 263”), explicitando a documentação necessária à análise dos referidos pleitos e concedendo prazo até 12/11/2018 para apresentação de documentação de acordo com a normatização em vigor.

7.17. Em 31/10/2018, a Companhia encaminhou documentação (doctº 0627295), em referência ao disposto no Ofício 263, esclarecendo que estava em tratativas com a B3 com a “finalidade de obter sua concordância em relação ao procedimento que

*se pretende adotar, haja vista que, nos termos do item 8.23 do Regulamento de Emissores, depende de aprovação do Diretor Presidente da B3 a adoção de procedimentos diferenciados para realização de OPA decorrente do cancelamento de listagem de emissores, como é o caso da presente OPA”.*

7.18. Em 26/12/2018, a B3 encaminhou correspondência (Doctº 0661423) informando que o procedimento proposto para a OPA não poderia ser implementado no ambiente da B3 e também concedendo prazo até 31/01/2019 para que fosse apresentada nova documentação referente à OPA, ajustada às preocupações na ocasião pontuadas, tanto à B3 quanto à CVM.

7.19. Em 01/04/2019, a Bolsa, após receber nova manifestação relativa ao procedimento a ser adotado na OPA em face da correspondência acima mencionada, encaminhou expediente (doctº 0725609) à Companhia reiterando que o procedimento apresentado era similar ao anteriormente submetido e que, dessa forma, não poderia ser implementado na B3.

7.20. Em 05/04/2019, a Companhia encaminhou expediente à Bolsa (doctº 0730808) solicitando esclarecimentos acerca do ponto impeditivo para implementação dos procedimentos propostos na última correspondência, considerando que uma das premissas adotadas pela B3 em suas conclusões estaria equivocada, uma vez que o procedimento a ser seguido era de fato diferente do anteriormente proposto, solicitando, por fim, reconsideração da decisão da B3.

7.21. Em 20/05/2019, a Bolsa apresentou sua manifestação com relação aos pleitos citados no item 7.20 acima (doctº 0762847), esclarecendo que:

*"Em linha com as considerações e questionamentos apresentados, informa-se que não foram demonstradas justificativas plausíveis à B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) para que o referido depósito seja realizado em seu ambiente, considerando, inclusive, que “(...) tal procedimento não utilizará a Câmara de Compensação e Liquidação da B3 para efeitos de liquidação da OPA”.*

*Ainda, informamos que o depósito de valores para fins de OPA que não pretende seguir o rito ordinário da Instrução CVM nº 361/02, conforme proposto pela Ofertante, não serviria como garantia da aquisição das ações de emissão da Companhia, podendo tais valores, portanto, serem objeto de eventual decretação de bloqueio judicial.*

*Neste caso, restaria prejudicada a intenção de “(...) assegurar a liquidação das aquisições de ações de emissão da Companhia no âmbito da OPA”, situação essa que poderia induzir os investidores a erro, ocasionar potencial inadimplemento e impactar a higidez do mercado e a imagem da própria B3, especialmente em se tratando de pedido de tratamento diferenciado.*

*Desta maneira, considerando as circunstâncias desta operação e as particularidades da proposta formulada pela Ofertante, a B3 informa **que o procedimento não poderá ser implementado na B3 nas condições propostas.***

*Portanto, caso a Ofertante pretenda seguir com a estrutura vislumbrada, deverá realizá-la inteiramente fora dos ambientes da B3, uma vez que haveria dispensa do próprio leilão. Com efeito, procedimentos análogos foram anteriormente aprovados pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), porém, sem contar com a etapa de depósito de valores nos ambientes da B3, como proposto pela Ofertante.*

*A Ofertante deverá realizar a OPA em referência – ou submeter pedido de procedimento diferenciado à CVM, conforme mencionado em conferência telefônica de 22.04.2019 – até, no máximo, **19.07.2019**. Em caso de descumprimento de tal determinação, a Ofertante estará sujeita à aplicação de sanções nos termos do Capítulo X do Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários.” (grifos originais)*

7.22. Em 10/06/2019, após receber minuta de Edital da OPA ajustado em função do esclarecimento supra, a Bolsa encaminhou novo expediente à Companhia (doctº 0775319) concedendo, de ofício, prazo até 19/08/2019 para submissão de documentação à CVM, mencionando que, além de ajustes pontuais feitos com relação à referida minuta (doctº 0775329), não tinha comentários adicionais a fazer e que os procedimentos propostos deveriam então ser submetidos à CVM para aprovação.

7.23. Em 31/07/2019, a Companhia encaminhou expediente (doctº 0810417) à CVM submetendo a documentação da Oferta ajustada ao procedimento diferenciado que pretendia ao fim adotar, pleiteando sua aprovação.

7.24. Em 03/09/2019, foi encaminhado o Ofício nº 276/2019/CVM/SRE/GER-1 (doctº 0825067) (“Ofício 276”) com exigências a serem atendidas no âmbito da referida documentação, com prazo de atendimento até 03/10/2019.

7.25. Em 02/10/2019, a Companhia encaminhou expediente solicitando a prorrogação, até 04/11/2019, do prazo para atendimento às exigências constantes do supracitado Ofício 276.

7.26. Em 03/10/2019, foi encaminhado o Ofício nº 312/2019/CVM/SRE/GER-1 (doctº 0852888) concedendo a pleiteada a dilatação de prazo.

7.27. Em 04/11/2019, a Companhia encaminhou expediente (doctº 0873139) em resposta às exigências integrantes do Ofício 276.

7.28. Em 04/12/2019, foi encaminhado o Ofício nº 366/2019/CVM/SRE/GER-1 (doctº 0881506) (“Ofício 366”) reiterando exigências que não haviam sido atendidas, concedendo prazo até 03/01/2020.

7.29. Em 23/12/2019, a Companhia encaminhou expediente solicitando a prorrogação, até 20/01/2020, do prazo para atendimento às exigências constantes do supracitado Ofício 366.

7.30. Em 27/12/2019, foi encaminhado o Ofício nº 421/2019/CVM/SRE/GER-1 (doctº 0907760) concedendo, de modo improrrogável, a dilatação de prazo solicitada.

7.31. Em 20/01/2020, a Companhia encaminhou expediente (doctº 0920160) em resposta às exigências integrantes do Ofício 366.

7.32. Em 27/02/2020, após análise realizada nos termos do Relatório nº 2/2020-CVM/SRE/GER-1 (doctº 0932264), foi comunicada, conforme previsão constante da Deliberação CVM 756, a decisão da SRE com relação aos pleitos de procedimentos diferenciados pretendidos para a Oferta, por meio do Ofício nº 26/2020/CVM/SRE/GER-1 (doctº 0932924).

7.33. Por fim, em 13/03/2020, foi encaminhado o Recurso (doct's 0957146 e 0957149), em face do indeferimento do pleito de dispensa de contratação de instituição intermediária, conforme prevista no inciso IV do art. 4º e no art. 7º da Instrução CVM 361.

## II. Análise do procedimento diferenciado pela SRE:

8. Conforme mencionado anteriormente, esta área técnica analisou os procedimentos diferenciados pleiteados pelo Ofertante com base no Relatório nº 2/2020-CVM/SRE/GER-1, cuja seção "I. ANÁLISE" transcrevemos abaixo, a fim de elucidar melhor o caso em sua totalidade ao Colegiado da CVM:

"4. De acordo com o inciso I da Deliberação CVM nº 756 de 04/11/2016 ("Deliberação CVM 756"), foi delegada competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") para apreciar pedidos de adoção de procedimento diferenciado de OPA, nos termos do caput do artigo 34 da Instrução CVM 361, desde que o procedimento diferenciado solicitado já tenha sido objeto de deliberação anterior por parte do Colegiado da CVM no âmbito de ofertas com características similares.

5. Desse modo, verificamos a possibilidade da OPA em tela adotar procedimentos diferenciados em relação àqueles ordinariamente previstos pela Instrução CVM 361, conforme previsto no § 1º do art. 34 da referida instrução, abaixo transcrito:

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

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

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

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

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

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

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

6. Da leitura do exposto acima, entendemos que a operação se enquadra no que preceitua o inciso II do § 1º do art. 34 da Instrução 361, uma vez que o valor máximo da Oferta, considerando todas as ações em circulação (5.831.870) e seu preço (R\$ 0,44), será de até R\$ 2.566.022,80, valor que pode ser considerado relativamente baixo em se tratando de OPA, e posto que, a partir de 06/03/2017, a Companhia teve seu registro de listagem junto à B3 cancelado de ofício, sem que as ações de sua emissão possam ser negociadas na Bolsa desde a mencionada data, de modo que se conclui que a Oferta teria baixo impacto para o mercado.

7. Ademais, destaca-se que a Companhia encontra-se em recuperação judicial, ou seja, em tese, trata-se de companhia que está se recuperando de situação fragilizada, fato que, em nosso entendimento, a despeito de não constar expressamente da listagem exemplificativa constante do dispositivo supra, poderia ser considerado como justificativa complementar às já mencionadas para a adoção de procedimento diferenciado na Oferta.

8. A despeito do enquadramento da Oferta ao disposto no art. 34 da Instrução CVM 361, os pleitos de procedimento diferenciado ora requeridos devem ser analisados, no caso concreto, sob a perspectiva da razoabilidade e proporcionalidade de seus deferimentos. Levando-se em conta, para tal, as características inerentes ao caso em comento, bem como os precedentes em que o Colegiado da CVM já se manifestou sobre o assunto em questão.

9. Verificando os precedentes do Colegiado da CVM, foi possível pontuar 17 casos, desde 2010, em que foram apreciados e aprovados pleitos de procedimento diferenciado similares aos ora em análise.

10. A tabela abaixo resume as principais características de tais precedentes:

	Processo	Operação	Data Decisão COL	Dispensas pleiteadas	Principais Características da OPA			
					Nº de acionistas objeto	Nº de ações objeto (% capital social)	Valor (R\$)	Total
1	19957.000852/2016-00	OPA para cancelamento de registro de Wembley S.A.	11/10/2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>Leilão em bolsa;</li> <li>Laudo de Avaliação;</li> <li>Elaboração e Publicação de Edital; e</li> </ul>	21	431.462 (1,80%)	5.297.779,51	

				<ul style="list-style-type: none"> <li>• Realização de AGE para deliberar sobre cancelamento de registro.</li> </ul>			
2	RJ/15-9687	OPA para cancelamento de registro de Companhia Iguçu Papel, Celulose	21/07/2016 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa;</li> <li>• Publicação de Edital; e</li> <li>• Instituição Intermediária.</li> </ul>	5	32.536 (0,014%)	52.708,32
3	RJ/15-4262	OPA para cancelamento de registro de Marina de Iracema Park S.A.	14/06/2016 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa;</li> <li>• Elaboração e Publicação de Edital; e</li> <li>• Inversão de quórum.</li> </ul>	3	405.309 (0,42%)	180.240,91
4	RJ/15-7158	OPA para cancelamento de registro de Companhia CELG de Participações	29/03/2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Laudo de Avaliação.</li> </ul>	190	74.389 (0,2270%)	256.642,05
5	RJ/13-11623	OPA por alienação de controle de Excelsior Alimentos S.A.	13/05/2014 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa;</li> <li>• Elaboração e Publicação de Edital; e</li> <li>• Instituição Intermediária.</li> </ul>	7	2.223 (0,08%)	15.516,54
6	RJ/12-8019	OPA por alienação de controle de Excelsior Alimentos S.A.	25/06/2013 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa;</li> <li>• Elaboração e Publicação de Edital; e</li> <li>• Instituição Intermediária.</li> </ul>	7	2.223 (0,04%)	10.203,57
7	RJ/12-13237	OPA para cancelamento de registro de Usina Costa Pinto S.A. Açúcar e Alcool	22/01/2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Laudo de Avaliação.</li> </ul>	780	68.822.315 (35,29%)	346.864.467,00
8	RJ/11-14076	OPA para cancelamento de registro de Indústria de Máquinas Agrícolas Fuchs S.A.	14/08/2012 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa;</li> <li>• Publicação de Edital;</li> <li>• Instituição Intermediária; e</li> </ul>	318	5.393 (4,17%)	18.012,62

				<ul style="list-style-type: none"> <li>• Laudo de Avaliação.</li> </ul>			
9	RJ/11-13032	OPA para cancelamento de registro de QGN Participações S.A.	15/05/2012 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa; e</li> <li>• Instituição Intermediária.</li> </ul>	1.090	283.591.095 (0,656%)	1.701.546,57
10	RJ/11-4735	OPA por aumento de participação de ALL – América Latina Logística Malha Norte S.A.	06/03/2012 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa.</li> </ul>	2	835.376 (0,118%)	2.623.080,64
11	RJ/10-14021	OPA para cancelamento de registro de FAE - Administração e Participações S/A	11/10/2011 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa.</li> </ul>	1.210	80.275 (4,025%)	918.346,00
12	RJ/10-14034	OPA para cancelamento de registro de FAE - Ferragens e Aparelhos Elétricos S/A	11/10/2011 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa.</li> </ul>	1.210	559.020 (4,026%)	1.442.271,60
13	RJ/11-6040	OPA por alienação de controle de Elektro Eletricidade e Serviços S.A.	13/09/2011 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa;</li> <li>• Publicação de Edital; e</li> <li>• Instituição Intermediária.</li> </ul>	115	26.665 (0,03%)	517.034,35
14	RJ/10-8551	OPA para cancelamento de registro de DIXIE TOGA S.A.	26/04/2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Laudo de Avaliação.</li> </ul>	132	38.199.386 (13,90%)	91.678.526,40
15	RJ/10-13883	OPA para cancelamento de registro de Sola S.A. Indústrias Alimentícias	15/02/2011 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa.</li> </ul>	296	30.228.114.929 (5,64%)	468.535,78
16	RJ/10-8957	OPA por alienação de controle de Quattor Petroquímica S.A.	26/10/2010 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa;</li> <li>• Instituição Intermediária; e</li> <li>• Laudo de Avaliação.</li> </ul>	962	1.549.694 (0,68%)	11.514.226,42
17	RJ/10-4324	OPA para cancelamento de registro de Banrisul S.A.	28/09/2010 (Deferido)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leilão em bolsa; e</li> </ul>	69	386.127 (0,43%)	671.860,98

	Administradora de Consórcios		• Publicação de Edital.		
--	---------------------------------	--	----------------------------	--	--

11. Em todos os casos acima listados, o Colegiado deliberou acompanhando a manifestação da área técnica, que, por sua vez, justificou opinião favorável às referidas dispensas elencando fatores de ordem geral, aplicáveis a todas elas, bem como fatores de ordem específica, direcionados a cada uma das dispensas que foram analisadas.

12. Dentre os fatores de ordem geral, verificamos os seguintes:

- (i) o caso se enquadra no que dispõe o § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361;
- (ii) o procedimento diferenciado proposto atende ao princípio previsto no inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361 (“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”);
- (iii) os custos incorridos no rito ordinário da OPA são elevados, quando comparados ao seu valor total;
- (iv) o procedimento diferenciado proposto não apresenta prejuízo aos destinatários da oferta; e
- (v) a oferta guarda proporção com as características observadas em outros precedentes da Autarquia.

13. Já com relação aos fatores especificamente ligados às dispensas, verificamos os seguintes:

**Dispensa de realização de leilão:**

- (i) previsão de que os minoritários se manifestem mediante o preenchimento de documento próprio (formulário de manifestação, por exemplo), que pode ser encontrado para download em sites próprios;
- (ii) todos os custos decorrentes dos avisos de recebimento e das demais formalidades relativas às manifestações dos acionistas objeto são assumidos pelo ofertante da OPA;
- (iii) contratação de instituição que será responsável pelo controle operacional da OPA, verificando, inclusive, o atingimento do quórum de sucesso, quando devido, bem como encaminhando o resultado das ofertas à CVM; e
- (iv) que os documentos utilizados pelos ofertantes e pelos acionistas objeto das ofertas se assemelhem ao conjunto mínimo de documentos apresentados perante qualquer corretora de valores, em caso de leilão em bolsa.

**Dispensa de publicação de edital em jornais de grande circulação (à época dos precedentes exigido pela Instrução CVM 361):**

- (i) observa o preceito da ampla divulgação da operação, constante do art. 11 da Instrução CVM 361, o que tem sido verificado nas situações em que há:
  - a. publicação de aviso resumido em jornal de grande circulação, fazendo remissão aos locais onde estarão disponíveis Carta Convite ou Carta aos Acionistas, em substituição ao Edital da Oferta, e o formulário de manifestação (não observado em todos os precedentes, sem prejuízo dos dois requisitos seguintes);
  - b. envio de carta convite aos acionistas objeto da OPA, mediante aviso de recebimento, contendo em anexo o formulário de manifestação; e
  - c. publicação de Fato Relevante que divulgue a Oferta e faça remissão aos locais onde poderão ser encontrados a Carta Convite e o formulário de manifestação.
- (ii) o prazo de 30 a 45 dias para que o acionista objeto possa se manifestar quanto à OPA, previsto no art. 11 da Instrução CVM 361, deve ser contado a partir da divulgação da oferta, por meio de Fato Relevante, uma vez que não haverá a publicação de edital em jornais de grande circulação.

**Dispensa da contratação de instituição intermediária:**

- (i) previsão de depósito em conta vinculada do valor necessário à liquidação financeira da OPA, de forma a garanti-la, na falta da Instituição Intermediária.

**Dispensa da elaboração de laudo de avaliação:**

- (i) o preço ofertado tenha sido objeto de manifestação prévia favorável por parte relevante dos acionistas objeto da Oferta; ou
- (ii) o preço ofertado tenha sido fruto de transação recente entre partes independentes; ou
- (iii) caso uma das duas situações acima não possam ser verificadas, o Colegiado da CVM já deliberou favoravelmente à dispensa de elaboração de laudo de avaliação considerando, de forma isolada ou combinada, por exemplo:
  - a. que a companhia objeto da OPA possui patrimônio líquido negativo há anos;
  - b. o preço ofertado é superior ao valor mais recente do patrimônio líquido;
  - c. dificuldade para se realizar uma avaliação da companhia objeto da OPA, pelo fato de a mesma estar com as atividades operacionais paralisadas;
  - d. o preço ofertado foi obtido por meio de critério previsto pelo § 4º do art. 4º da LSA (“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”); e

e. o custo de elaboração de um laudo de avaliação é desproporcional ao valor da OPA.

14. Feito explanação sobre o assunto, iniciaremos nossa análise do presente caso verificando sua aderência aos precedentes supramencionados, primeiramente no que tange aos fatores de ordem específica que foram considerados suficientes para justificar a concessão de pleitos similares aos requeridos pela Ofertante.

15. Para tal, cabe lembrar que:

(i) conforme dados obtidos por meio do último Formulário de Referência disponibilizado pela Companhia (de 30/05/2019), haveria 404 titulares de ações de sua emissão, de modo que, excluindo seus controladores, pessoas vinculadas e administradores, o número de acionistas objeto da OPA deva ficar próximo de 400 acionistas, detentores de, segundo última versão do Edital encaminhada à CVM, 5.831.870 ações, sendo 799.080 ordinárias e 5.032.790 preferenciais em circulação, equivalentes a cerca de 46,28% do capital social da Companhia;

(ii) caso todas as ações em circulação sejam adquiridas no âmbito da Oferta, ao preço unitário de R\$ 0,44, a mesma atingirá o valor de R\$ 2.566.022,80; e

(iii) as ações emitidas pela Companhia não são negociadas em ambiente de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado desde 06/03/2017, devido ao cancelamento de ofício da listagem de Sultepa pela B3.

16. Assim, analisaremos cada uma das solicitações de dispensas relacionadas no parágrafo 2º, verificando se cada um dos procedimentos alternativos propostos para a OPA em tela apresenta características similares a outros casos já aprovados pelo Colegiado da CVM.

#### **Dispensa de realização de leilão em bolsa de valores**

17. Como alternativa à realização de leilão em bolsa de valores, conforme previsto no inciso VII do art. 4º e no art. 12 da Instrução CVM 361, a Ofertante prevê os seguintes procedimentos:

(i) previsão de que os acionistas titulares de ações em circulação se manifestem mediante o preenchimento de documento próprio ("Formulário de Adesão"), que será enviado a cada um dos acionistas;

(ii) todos os custos decorrentes do envio do Formulário de Adesão e das demais formalidades relativas às manifestações dos acionistas objeto serão assumidos pelo Ofertante da OPA;

(iii) o Ofertante contratou a Nova Futura CTVM Ltda. ("Nova Futura") para prestar-lhe serviço de assessoria no controle operacional da Oferta, encaminhando, inclusive, o resultado da Oferta à CVM;

(iv) Nos termos do Instrumento Particular de Contrato de Prestação de Serviços (doctº 0920170), caberá a Nova Futura, dentre outras atribuições:

(a) efetuar a recepção dos Formulários de Adesão à OPA;

(b) realizar o pagamento do Preço por Ação, conforme definido no Edital da OPA;

(c) efetivar a transferência das ações dos acionistas alienantes para a Ofertante; e

(d) informar, à CVM, em até 5 dias após o encerramento, o resultado da OPA, com apresentação de documentação comprovando envio de carta-convite e formulário de adesão.

(v) os documentos utilizados pela Ofertante e pelos acionistas objeto da Oferta se assemelham ao conjunto mínimo de documentos apresentados perante qualquer corretora de valores, em caso de leilão em bolsa.

18. Como se percebe, os procedimentos acima descritos são similares àqueles que foram aceitos nos precedentes aprovados pelo Colegiado da CVM que contavam com a dispensa de realização de leilão em bolsa de valores, conforme descrito no parágrafo 17 acima.

19. Ademais, verifica-se que, em precedentes com número maior de acionistas objeto da oferta, o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente à dispensa de leilão em bolsa.

20. Dessa forma, considerando: (i) as características da presente OPA, citadas no parágrafo 15 acima; e (ii) a similaridade dos procedimentos alternativos propostos na presente OPA aos procedimentos aprovados pelo Colegiado da CVM, conforme citados no parágrafo 13 acima, **somos favoráveis à concessão da dispensa ora solicitada.**

#### **Dispensa de publicação de instrumento de OPA em jornais de grande circulação**

21. Conforme mencionado na parte inicial do presente Relatório, a publicação do Instrumento de OPA em jornal de grande circulação não se faz mais necessária, em função da edição da Instrução CVM nº 616/19.

22. Dessa forma, **entendemos que o pleito em questão perdeu seu objeto, de modo que o procedimento já previsto para a divulgação do Edital da OPA, qual seja, disponibilização do referido documento nos sites da CVM, da Companhia e da Nova Futura, atende o procedimento ordinariamente previsto pela Instrução CVM 361, nos termos do seu art. 11, § 2º.**

23. Nesse sentido, entendemos ser desnecessários alguns procedimentos atualmente previstos para a Oferta, quais sejam:

(i) elaboração e envio de Carta Convite aos acionistas destinatários da OPA, com cópia do Formulário de Adesão e indicação dos locais, físicos e na rede mundial de computadores, onde poderão acessar o documento denominado Edital da OPA;



(ii) toda documentação será encaminhada mediante aviso de recebimento, cujo custo será suportado pela Ofertante;

(iii) publicação de Aviso Resumido, fazendo remissão aos locais, físicos e na rede mundial de computadores, onde estarão disponíveis o Edital da OPA e o Formulário de Adesão;

(iv) prazo de 30 dias para que o acionista titular de ações em circulação possa se manifestar quanto à OPA, previsto no art. 11 da Instrução CVM 361, será contado a partir da “data em que for concluída a postagem comprovada do aviso aos acionistas informando os locais onde estarão disponíveis o Edital e o Formulário de Adesão”, conforme item 4.3 do Edital (doctº 0920170).

24. Sendo assim, com base no procedimento atualmente previsto pelo art. 11 da Instrução CVM 361, bastaria que o Ofertante providenciasse a divulgação do Edital nos sites da CVM, da Companhia e da Nova Futura (na ausência da instituição intermediária da Oferta) e que indicasse, no referido documento, o procedimento para que o acionista obtenha o Formulário de Adesão e o envie, sem custo, à Nova Futura, desonerando ainda mais os custos envolvidos na formulação da OPA.

25. Cabe ressaltar, ainda, que a exclusão dos procedimentos acima elencados em nada prejudicaria nossa conclusão com relação à dispensa de realização de leilão em bolsa, uma vez que a forma de manifestação dos acionistas objeto da OPA junto ao Ofertante estaria preservada, qual seja, o envio de Formulário de Adesão à Nova Futura sem custo, sendo modificada apenas a forma de se divulgar a Oferta aos acionistas objeto, cuja regra foi reformulada e o procedimento a ser seguido cumpriria com o ordinariamente previsto, como vimos.

#### **Dispensa de contratação de instituição intermediária**

26. Como alternativa à contratação de instituição intermediária, conforme previsto no inciso IV do art. 4º e no art. 7º da Instrução CVM 361, a Ofertante propõe realizar um depósito parcial junto à Nova Futura do montante necessário à liquidação da OPA. Inicialmente, esse montante seria de 10% do valor máximo da Oferta, o que ensejou a elaboração da exigência 2.2.4 encaminhada por meio do Ofício nº 366/2019/CVM/SRE/GER-1 (doctº 0881506), nos seguintes termos:

“2.2.4. Não obstante o pleito apresentado de dispensa de atendimento à presente exigência, **reiteramos nosso entendimento de que, no que tange à garantia da liquidação financeira da OPA e do pagamento do preço de compra, em caso de exercício da faculdade a que se refere o § 2º do art. 10 da Instrução CVM 361, de acordo com os precedentes do Colegiado da CVM em que foi aprovada dispensa de contratação de instituição intermediária, quando tal garantia foi observada por meio de depósito dos recursos para liquidação da OPA em conta garantida, como se pretende fazer no presente caso, há a necessidade de o Ofertante depositar em conta garantia o valor referente à aquisição de todas as ações em circulação, mantendo-o disponível até o final do prazo de que trata o § 2º do art. 10 da Instrução CVM 361, após o que o Ofertante poderia reaver o montante de recursos não utilizado.** Isso porque, nos termos do inciso IX do art. 4º da referida Instrução, “a OPA será imutável e irrevogável, após a publicação do edital”, de modo que o depósito de quantia referente à sua liquidação financeira posteriormente à publicação de seu edital e em valor insuficiente traz risco ao cumprimento deste princípio básico. Dessa forma, solicitamos ajustar o Edital e todos os demais documentos da Oferta de forma a refletir o entendimento em questão, uma vez que entendemos não ser possível dispensar o cumprimento dessa exigência, dado que a ausência do depósito integral do valor máximo da OPA previamente à divulgação de seu Edital traz risco à sua irrevogabilidade.”

27. Em face dessa exigência, o Ofertante, alegando que a “imobilização do montante integral durante todo o prazo de vigência da OPA, além de não se mostrar necessária, poderá impor sacrifícios financeiros à Ofertante e a própria Companhia, que poderão ser evitados com adoção do procedimento ora proposto”, manteve seu pleito, modificando apenas o percentual de depósito inicial de 10% para 20% do “valor potencial máximo de liquidação da OPA”.

28. Cabe lembrar que, nos termos do inciso I da Deliberação CVM 756, foi delegada competência à SRE para **apreciar pedidos de adoção de procedimento diferenciado de OPA**, nos termos do caput do artigo 34 da Instrução CVM 361, **desde que o procedimento diferenciado solicitado já tenha sido objeto de deliberação anterior por parte do Colegiado da CVM no âmbito de ofertas com características similares.**

29. Nesse sentido, sendo a dispensa da contratação de instituição intermediária um procedimento que já foi inúmeras vezes objeto de deliberação anterior por parte do Colegiado da CVM no âmbito de ofertas com características similares, entendemos que esta área técnica estaria apta, por meio da Deliberação CVM 756, a apreciá-lo, deferindo-o ou indeferindo-o, conforme sua aderência aos casos similares aprovados pelo Colegiado da CVM, preservado ao Ofertante o direito de interpor recurso em face de nossa decisão.

30. Dito isso, e considerando que o procedimento proposto pelo Ofertante continua não se coadunando com os precedentes desta Autarquia e trazendo riscos ao cumprimento de princípios gerais de OPA, como:

(i) sua irrevogabilidade após a publicação do Edital, nos termos do inciso IX do art. 4º da Instrução CVM 361, uma vez que sem o depósito em conta garantia do valor integral da OPA anteriormente ao seu lançamento, restará prejudicada a garantia de sua liquidação, o que se mostra ainda mais relevante no presente caso, considerando a situação fática da Companhia de fragilidade financeira; e

(ii) tratamento equitativo em seu âmbito, nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361, posto que o Ofertante ou a Nova Futura teriam (em tese), na ausência de recursos para cumprir com a liquidação financeira da OPA em sua totalidade, a condição de direcionar a qual acionista objeto seria feito o pagamento relativo à alienação de suas ações.

Entendemos que a estrutura alternativa proposta no presente caso, qual seja, depositar junto à Nova Futura parte (20%) do montante necessário à liquidação da Oferta, **não está em linha** com os demais precedentes, conforme expusemos no parágrafo 13 acima. **Dessa forma, nos termos da Deliberação 756, somos contrários ao procedimento diferenciado proposto pelo Ofertante.**

### **Dispensa da elaboração de laudo de avaliação**

31. No que se refere à dispensa de elaboração de laudo de avaliação, verifica-se que o preço por ação da OPA foi determinado com base no disposto no item 8.4 do “Regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários” da B3, que prevê tal preço seja “equivalente a, no mínimo, o valor correspondente à média ponderada por volume da cotação da referida espécie ou classe de valor mobiliário [ações de emissão de Sultepa] nos Mercados Organizados administrados pela B3 nos últimos 12 (doze) meses”.

32. Conforme comentamos no parágrafo 17 acima, um dos fatores de ordem específica que justificariam a dispensa de laudo de avaliação seria o preço ofertado ter sido obtido por meio de critério previsto pelo § 4º do art. 4º da LSA (“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”), de modo que entendemos que o preço da OPA, ao ser determinado com base em cotações de mercado, justificaria, em conjunto com as demais características do presente caso, a dispensa de elaboração de laudo de avaliação.

33. Não obstante, como as cotações que serviram de base para a determinação do preço da Oferta são anteriores a 27/12/2017 (data em que houve o cancelamento da listagem da Companhia pela B3), entendemos que tal preço deve sofrer algum tipo de correção pelo transcurso do tempo, de modo que **somos favoráveis à dispensa de elaboração de laudo de avaliação no presente caso, desde que o Ofertante inclua no Edital da OPA uma correção de seu preço de 27/12/2017 até o lançamento da Oferta, ou seja, até a data da divulgação de seu Edital.**

34. Quanto à dispensa de observância dos limites de 1/3 e 2/3 previstos pelo art. 15 da Instrução CVM 361, entendemos que, com a edição da Instrução CVM nº 616/19, tal observância não seria mais aplicável à presente OPA, como se vê da nova redação dada ao referido dispositivo normativo, nos seguintes termos:

*"Art. 15. Na OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá:*

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

*II - desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação;*

*(...)*

*§ 2º O disposto no caput não se aplica à OPA:*

*I – por alienação de controle;*

*II – por aumento de participação; e*

*III – **decorrentes, nos termos do regulamento de entidade administradora de mercados organizados, de:***

*a) **retirada de determinada espécie ou classe de valores mobiliários de negociação em mercados organizados;***

*ou*

*b) saída de segmento especial de negociação que assegure, através de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa." (grifos nossos)*

35. Terminada a análise quanto aos fatores de ordem específica, cabe agora verificarmos se o procedimento diferenciado proposto para a OPA atende aos fatores de ordem geral que têm sido considerados nos precedentes desta Autarquia, os quais foram elencados no parágrafo 16 acima, quais sejam:

(i) o caso se enquadra no que dispõe o § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361;

(ii) o procedimento diferenciado proposto atende ao princípio previsto no inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361;

(iii) os custos incorridos no rito ordinário da OPA são elevados quando comparados ao seu valor total;

(iv) o procedimento diferenciado proposto não apresenta prejuízo aos destinatários da oferta; e

(v) a oferta guarda proporção com as características observadas em outros precedentes da Autarquia.

36. Quanto ao primeiro fator de ordem geral (o caso se enquadra no que dispõe o § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361), conforme mencionamos no parágrafo 10 acima, entendemos que a operação se enquadra no que preceitua o inciso II do referido dispositivo, uma vez que o valor máximo da Oferta, considerando todas as ações em circulação (5.831.870) e seu preço (R\$ 0,44), será de até R\$ 2.566.022,80, valor que pode ser considerado relativamente baixo em se tratando de OPA, e posto que, a partir de 06/03/2017, a Companhia teve seu registro de listagem junto à B3 cancelado de ofício, sem que as ações de sua emissão possam ser negociadas na Bolsa desde a mencionada data, de modo que se conclui que a Oferta teria baixo impacto para o mercado

37. No que se refere ao segundo fator de ordem geral (o procedimento diferenciado proposto atende ao princípio previsto no inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361), **salvo pelo procedimento proposto em função da dispensa de contratação de instituição intermediária, que, conforme mencionamos anteriormente, não se coaduna com os**

precedentes desta Autarquia e traz risco ao cumprimento de princípios gerais de OPA, constata-se, da leitura da documentação da Oferta, que a mesma está sendo 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.

38. Com relação ao terceiro fator de ordem geral (os custos incorridos no rito ordinário da OPA são elevados quando comparados ao seu valor total), entendemos que tal situação ocorre na presente OPA, uma vez que os custos observados na estruturação de operações dessa natureza seriam de fato relevantes quando comparados ao valor total da OPA (R\$ 2.566.022,80).

39. Quanto ao quarto fator de ordem geral (o procedimento diferenciado proposto não apresenta prejuízo aos destinatários da oferta), verifica-se, da leitura da documentação da OPA, que o procedimento diferenciado ora proposto, excluindo-se aquele referente à contratação de instituição intermediária, não apresenta prejuízo aos destinatários da Oferta, posto a manutenção, nos procedimentos adotados, da relação de proporcionalidade e proteção previstas no rito ordinário.

40. Quanto ao quinto fator de ordem geral (a oferta guarda proporção com as características observadas em outros precedentes da Autarquia), verifica-se, excluindo-se, mais uma vez, aquele referente à contratação de instituição intermediária, que a Oferta guarda proporção com as características observadas em outros precedentes da Autarquia, cabendo ressaltar que, da análise dos precedentes elencados na tabela constante do parágrafo 10 acima, nota-se que aquelas ofertas apresentavam uma das seguintes características: (i) ou eram destinadas a poucos acionistas; (ii) ou o número de ações objeto representava um percentual baixo do capital social das companhias envolvidas; (iii) ou tinham um valor total de certa maneira reduzido; e (iv) o procedimento diferenciado proposto não apresentava prejuízo aos destinatários da Oferta.

41. No presente caso, com a exclusão do procedimento proposto referente à dispensa de contratação de instituição intermediária, verifica-se, com relação aos demais procedimentos alternativos pleiteados, que a operação ora em análise se enquadra em todos os fatores de ordem geral considerados nos precedentes desta Autarquia para a adoção de procedimento diferenciado em ofertas públicas de aquisição de ações.

42. Finalmente, cabe destacar que, conforme constatado pela SEP (doctº 0931889), as informações contábeis de 30/09/2019 da Companhia apresentam parágrafos de ênfase, sendo 3 deles em decorrência da recuperação judicial (um sobre incerteza relevante relacionada com sua continuidade operacional), sendo que tal informação foi devidamente inserida no Edital da OPA (item 7.9).

43. Desse modo, em linha com entendimento manifestado pelo Colegiado da CVM em decisão de 28/08/2018 (Recurso contra Decisão da SRE - OPA Voluntária da Brasil Pharma S.A. - Processo 19957.010832/2017-10), entendemos que a existência de parágrafo de ênfase conforme descrito acima não é fator impeditivo à realização da OPA, tendo em vista que essa situação está devidamente explicitada nos documentos da Oferta."

### III. Alegações do Recorrente:

9. Após tomar conhecimento da posição desta área técnica com relação aos pleitos de procedimentos diferenciados pretendidos, o Ofertante interpôs recurso contra a decisão da SRE, apresentando as seguintes alegações:

"A Portella Nunes Participações S.A. ("Ofertante") dirige-se a V.Sas. para expor e requerer o quanto segue, tendo em vista a decisão desta Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") acerca do pedido de concessão de dispensa de requisitos previstos na Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002 ("Instrução CVM nº 361"), apresentado com a finalidade de viabilizar a realização de Oferta Pública de Aquisição de Ações da Construtora Sultepa S.A. - Em Recuperação Judicial ("OPA" e "Companhia", respectivamente), consoante determinação da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão ("B3").

1. Consoante decisão comunicada através do Ofício, a SRE atendeu em parte o pedido de dispensa de atendimento de requisitos normativos aplicáveis à OPA em referência, tendo deferido os seguintes pedidos:

(i) dispensa de realização de leilão em bolsa de valores, conforme previsto no inciso VII do art. 4º e no art. 12 da Instrução CVM 361; e

(ii) dispensa de elaboração de laudo de avaliação, conforme previsto no item VI do art. 4º da Instrução CVM 361, desde que seja incluída no Edital da OPA uma correção de seu preço de 27/12/2017 até o lançamento da Oferta, ou seja, até a data da divulgação de seu Edital, pelos motivos expostos no parágrafo 33 do Relatório nº 2/2020-CVM/SRE/GER-1 ("Relatório")<sup>[1]</sup>

2. Outros pedidos originalmente formulados pela Ofertante, quais sejam o de dispensa de a observância dos limites de 1/3 e 2/3 previstos pelo art. 15 da Instrução CVM 361, e de dispensa de publicação de instrumento de OPA, sob forma de edital, em jornais de grande circulação, perderam o objeto com o advento da Instrução CVM nº 616/19, tomando desnecessário, inclusive, o envio de Carta Convite aos destinatários da OPA, mantendo-se, entretanto, a possibilidade de manifestação dos acionistas na OPA através do envio do Formulário de Adesão à Nova Futura Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ("Nova Futura"), instituição contratada pela Ofertante para realizar o controle operacional da OPA.

3. A SRE optou por indeferir; porém, o pleito de dispensa de contratação de instituição intermediária, conforme exige o inciso IV do art. 4º e no art. 7º da Instrução CVM 361, pelos motivos expostos nos parágrafos 26 a 30 do Relatório, onde se alega que o procedimento proposto pelo Ofertante não se coaduna com os precedentes desta Autarquia, trazendo riscos ao cumprimento de princípios gerais de OPA, como:

(i) sua irrevogabilidade após a publicação do Edital, nos termos do inciso IX do art. 4º da Instrução CVM 361, uma vez que, sem o depósito em conta garantindo o valor integral da OPA anteriormente ao seu lançamento,

restará prejudicada a garantia de sua liquidação, o que se mostra ainda mais relevante no presente caso, considerando a situação fática da Companhia de fragilidade financeira; e

(ii) o tratamento equitativo a ser conferido no âmbito da OPA, nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361, posto que a Ofertante ou a Nova Futura teriam (em tese), na ausência de recursos para cumprir com a liquidação financeira da OPA em sua totalidade, a condição de direcionar a qual acionista objeto seria feito o pagamento relativo à alienação de suas ações.

4. Cumpre relembrar que o procedimento proposto pela Ofertante, em substituição à exigência em questão, consiste na realização de um depósito parcial junto à Nova Futura, correspondente a 20% do montante necessário para adquirir a totalidade das ações objeto da OPA, ao preço definido no Regulamento de Emissores da B3. Demais disso, a Ofertante se dispôs a manter depositado junto à Nova Futura montante correspondente a 10% do necessário para a aquisição da totalidade das ações objeto da OPA pelo prazo de três meses de que trata o art. 10, § 2º, da Instrução CVM n 361, para o fim de assegurar a liquidação das Aquisições Supervenientes[2].

5. Como esclarecido em manifestações anteriores, o pedido de dispensa em questão decorre da impossibilidade de contratação de instituição intermediária que concordasse em prestar os serviços de intermediação da OPA, por ser a Companhia uma empresa em regime de recuperação judicial, bem como em razão do montante envolvido na OPA. Para essas instituições, o risco envolvido seria demasiadamente elevado, em comparação com o retomo proporcionado por uma OPA envolvendo um montante relativamente baixo.

6. Os desafios por que atravessa o Grupo Sultepa que inviabilizaram a contratação de uma instituição intermediária justificam, na mesma medida, a proposta ora formulada, consistente na realização de um depósito parcial do montante necessário para a aquisição da totalidade das ações objeto da OPA.

7. Com efeito, o depósito integral do montante em questão representaria um ônus desproporcional para a Ofertante e, conseqüentemente, para a Companhia, privando-a de recursos indispensáveis para o atendimento de seus compromissos financeiros, em prejuízo à continuidade de seus negócios. A imobilização do montante integral durante todo o prazo de vigência da OPA, além de não se mostrar necessária, poderá impor sacrifícios financeiros à Ofertante e à própria Companhia que poderão ser evitados com a adoção do procedimento ora proposto.

8. Adicionalmente, a Ofertante considera que o procedimento proposto atenderá plenamente as finalidades almejadas pela Instrução CVM n° 361, haja vista a baixa adesão esperada dos acionistas minoritários à OPA, levando em consideração, dentre outros fatores, o preço definido com base no critério determinado no Regulamento de Emissores da B3.

9. A Ofertante considera, ainda, que não haverá prejuízo aos princípios que regem a realização da OPA, como sustenta a GER-1 em seu Relatório, em razão do seu compromisso de realizar o Depósito Complementar, previsto no item 5.9.1 da minuta de Edital da OPA[3], caso o nível de adesão à OPA assim exija.

10. Está correta a afirmação constante do Relatório de que a proposta formulada pela Ofertante no tocante ao depósito parcial do montante necessário à integral liquidação da OPA não encontra precedente semelhante dentre os já analisados por esta Autarquia. Entretanto, a inovação ora proposta se justifica, tendo em vista que as características peculiares da OPA de que se cogita, a qual decorre de imposição da B3, que decidiu cancelar a listagem da Companhia, e também por se tratar de uma OPA que tem como objeto ações de uma empresa em regime de recuperação judicial.

11. Assim sendo, a Ofertante considera que o procedimento ora proposto se mostra inteiramente adequado como alternativa para viabilizar a realização da OPA em atendimento à determinação da B3, sendo o deferimento do pedido de dispensa de contratação de instituição intermediária, mediante a realização do depósito parcial ora proposto, medida que melhor se coaduna com os princípios constitucionais da razoabilidade e proporcionalidade, que devem orientar os atos da Administração Pública Federal e, no particular, desta Comissão, consoante o disposto no art. 2º, inciso IV, da Lei n° 9.784/2001.[4]

12. Assim, requer a Ofertante que a presente manifestação seja recebida como recurso ao Colegiado da CVM, nos termos da Deliberação CVM n° 463/03, comprometendo-se a apresentar os documentos que instrumentalizarão a realização da OPA com as devidas adequações aos demais aspectos da decisão da SRE após a decisão do Colegiado."

#### **IV. Nossas Considerações**

10. Da leitura da documentação protocolada em sede de recurso, constata-se a ausência de argumento ou fato novo, limitando-se o Recorrente a replicar os argumentos apresentados ao longo da documentação da OPA, quais sejam:

(i) "o pedido de dispensa em questão decorre da **impossibilidade de contratação de instituição intermediária** que concordasse em prestar os serviços de intermediação da OPA, por ser a Companhia uma empresa em regime de recuperação judicial, bem como em razão do montante envolvido na OPA. **Para essas instituições, o risco envolvido seria demasiadamente elevado, em comparação com o retomo proporcionado por uma OPA envolvendo um montante relativamente baixo**"; (grifamos)

(ii) "o **depósito integral do montante em questão representaria um ônus desproporcional para a Ofertante e, conseqüentemente, para a Companhia, privando-a de recursos indispensáveis para o atendimento de seus compromissos financeiros**, em prejuízo à continuidade de seus negócios. A imobilização do montante integral durante todo o prazo de vigência da OPA, além de não se mostrar necessária, poderá impor sacrifícios financeiros à Ofertante e à própria Companhia que poderão ser evitados com a adoção do procedimento ora proposto (grifamos)

11. Dessa forma, não havendo razão para alteração do entendimento já manifestado por esta área técnica no que tange ao pleito de dispensa de contratação de instituição intermediária no âmbito da OPA, cabe-nos apenas reiterar tal entendimento, conforme expusemos nos parágrafos 26 a 30 do Relatório n° 2/2020-CVM/SRE/GER-1, nos seguintes termos:

"26. Como alternativa à contratação de instituição intermediária, conforme previsto no inciso IV do art. 4º e no art. 7º da Instrução CVM 361 [5], a Ofertante propõe realizar um depósito parcial junto à Nova Futura do montante necessário à liquidação da OPA. Inicialmente, esse montante seria de 10% do valor máximo da Oferta, o que ensejou a elaboração da exigência 2.2.4 encaminhada por meio do Ofício nº 366/2019/CVM/SRE/GER-1 (doctº 0881506), nos seguintes termos:

*"2.2.4. Não obstante o pleito apresentado de dispensa de atendimento à presente exigência, **reiteramos nosso entendimento de que, no que tange à garantia da liquidação financeira da OPA e do pagamento do preço de compra, em caso de exercício da faculdade a que se refere o § 2º do art. 10 da Instrução CVM 361, de acordo com os precedentes do Colegiado da CVM em que foi aprovada dispensa de contratação de instituição intermediária, quando tal garantia foi observada por meio de depósito dos recursos para liquidação da OPA em conta garantida, como se pretende fazer no presente caso, há a necessidade de o Ofertante depositar em conta garantia o valor referente à aquisição de todas as ações em circulação, mantendo-o disponível até o final do prazo de que trata o § 2º do art. 10 da Instrução CVM 361, após o que o Ofertante poderia reaver o montante de recursos não utilizado. Isso porque, nos termos do inciso IX do art. 4º da referida Instrução, "a OPA será imutável e irrevogável, após a publicação do edital", de modo que o depósito de quantia referente à sua liquidação financeira posteriormente à publicação de seu edital e em valor insuficiente traz risco ao cumprimento deste princípio básico. Dessa forma, solicitamos ajustar o Edital e todos os demais documentos da Oferta de forma a refletir o entendimento em questão, uma vez que entendemos não ser possível dispensar o cumprimento dessa exigência, dado que a ausência do depósito integral do valor máximo da OPA previamente à divulgação de seu Edital traz risco à sua irrevogabilidade."***

27. Em face dessa exigência, o Ofertante, alegando que a "imobilização do montante integral durante todo o prazo de vigência da OPA, além de não se mostrar necessária, poderá impor sacrifícios financeiros à Ofertante e a própria Companhia, que poderão ser evitados com adoção do procedimento ora proposto", manteve seu pleito, modificando apenas o percentual de depósito inicial de 10% para 20% do "valor potencial máximo de liquidação da OPA".

28. Cabe lembrar que, nos termos do inciso I da Deliberação CVM 756, foi delegada competência à SRE para **apreciar pedidos de adoção de procedimento diferenciado de OPA**, nos termos do caput do artigo 34 da Instrução CVM 361, **desde que o procedimento diferenciado solicitado já tenha sido objeto de deliberação anterior por parte do Colegiado da CVM no âmbito de ofertas com características similares.**

29. Nesse sentido, sendo a dispensa da contratação de instituição intermediária um procedimento que já foi inúmeras vezes objeto de deliberação anterior por parte do Colegiado da CVM no âmbito de ofertas com características similares, entendemos que esta área técnica estaria apta, por meio da Deliberação CVM 756, a apreciá-lo, deferindo-o ou indeferindo-o, conforme sua aderência aos casos similares aprovados pelo Colegiado da CVM, preservado ao Ofertante o direito de interpor recurso em face de nossa decisão.

30. Dito isso, e considerando que o procedimento proposto pelo Ofertante continua não se coadunando com os precedentes desta Autarquia e trazendo riscos ao cumprimento de princípios gerais de OPA, como:

(i) sua irrevogabilidade após a publicação do Edital, nos termos do inciso IX do art. 4º da Instrução CVM 361 [6], uma vez que sem o depósito em conta garantia do valor integral da OPA anteriormente ao seu lançamento, restará prejudicada a garantia de sua liquidação, o que se mostra ainda mais relevante no presente caso, considerando a situação fática da Companhia de fragilidade financeira; e

(ii) tratamento equitativo em seu âmbito, nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361 [7], posto que o Ofertante ou a Nova Futura teriam (em tese), na ausência de recursos para cumprir com a liquidação financeira da OPA em sua totalidade, a condição de direcionar a qual acionista objeto seria feito o pagamento relativo à alienação de suas ações.

Entendemos que a estrutura alternativa proposta no presente caso, qual seja, depositar junto à Nova Futura parte (20%) do montante necessário à liquidação da Oferta, **não está em linha** com os demais precedentes, conforme expusemos (...) acima. **Dessa forma, nos termos da Deliberação CVM 756, somos contrários ao procedimento diferenciado proposto pelo Ofertante."**

12. Cabe mencionar que, além do depósito do valor integral da OPA em conta garantida, poderiam ser analisadas outras alternativas que conferissem hígidez ao procedimento, como, por exemplo, a contratação de fiança junto a instituições financeiras de renome, desonerando o Ofertante de ter que dispor do referido valor integral ao longo de toda OPA, inclusive durante o período de 3 meses previsto pelo § 2º do art. 10 da Instrução CVM 361, caso ocorresse a adesão à Oferta por parte de titulares de mais de 2/3 das ações em circulação. Porém, o Ofertante em momento algum apresentou uma alternativa diferente do depósito parcial em conta vinculada, que, como demonstrado, traz riscos à liquidação da OPA e à observância de princípios básicos, como o da irrevogabilidade e do tratamento equitativo.

## **V. Conclusão:**

13. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ratificando nosso entendimento sobre o **indeferimento** do pleito de dispensa de contratação de instituição intermediária, conforme previsto no inciso IV do art. 4º e no art. 7º da Instrução CVM 361, pelos motivos expostos no presente Memorando.

---

[1] "33. Não obstante, como as cotações que serviram de base para a determinação do preço da Oferta são anteriores a 27/12/2017 (data em que houve o cancelamento da listagem da Companhia pela B3), entendemos que tal preço deve sofrer algum



tipo de correção pelo transcurso do tempo, de modo que somos favoráveis à dispensa de elaboração de laudo de avaliação no presente caso, desde que o Ofertante inclua no Edital da OPA uma correção de seu preço de 27/12/2017 até o lançamento da Oferta, ou seja, até a data da divulgação de seu Edital”.

[2] “Aquisições Supervenientes” são definidas na minuta de Edital da OPA como as aquisições das Ações em Circulação que remanescerem após a OPA a que se obriga a Ofertante, nos termos do §2º do artigo 10 da Instrução CVM nº 361/02, caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações ordinárias ou preferenciais em circulação, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da Data de Liquidação, mediante o pagamento do Preço por Ação.

[3] "5.9.1. Na hipótese de, na Data do Encerramento, a aceitação da OPA exigir a complementação do Depósito Inicial, a Nova Futura deverá solicitar à Ofertante que efetue tal complementação, mediante depósito em dinheiro em sua conta corrente ("Depósito Complementar"). O Depósito Complementar será realizado em quantia suficiente para assegurar o pagamento do Preço por Ação, multiplicado pela totalidade das ações referidas nos Formulários de Adesão recebidos, e será realizado até 2 (dois) dias úteis, contados do recebimento da notificação da Nova Futura à Ofertante".

[4] Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência. Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...) VI - adequação entre meios e fins, vedada a imposição de obrigações, restrições e sanções em medida superior àquelas estritamente necessárias ao atendimento do interesse público;"

[5] "Art. 4º Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios: (...) IV – a OPA será intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento; (...)

Art. 7º O ofertante deverá contratar a intermediação da OPA com sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento.

(...)

§4º A instituição intermediária garantirá a liquidação financeira da OPA e o pagamento do preço de compra, em caso de exercício da faculdade a que se refere o § 2º do art. 10."

[6] "Art. 4º Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios: (...) IX – a OPA será imutável e irrevogável, após a publicação do edital, exceto nas hipóteses previstas no art. 5º."

[7] "Art. 4º Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios: (...) II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitirlhes 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;"

Atenciosamente,

ELDEMAR VILLAR DE ALMEIDA      RAUL DE CAMPOS CORDEIRO  
Analista GER-1                                  Gerente de Registros-1

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

LUIS MIGUEL R. SONO  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS  
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Eldemar Villar de Almeida, Analista**, em 03/04/2020, às 10:37, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 03/04/2020, às 10:39, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro**, em 03/04/2020, às 14:41, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Andrea Araujo Alves de Souza, Superintendente Geral Substituto**, em 03/04/2020, às 15:53, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0969746** e o código CRC **29197AE2**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0969746** and the "Código CRC" **29197AE2**.*