

Acusada: Camargo Corrêa S.A.

Ementa: **Não divulgação tempestiva de fato relevante.** *Absolvição.*

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu **absolver a Camargo Corrêa S.A.** da acusação de ter descumprido o disposto no art. 9º, §2º, da Instrução CVM nº 358/02.

A CVM interporá recurso de ofício da decisão absolutória ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Proferiu defesa oral o advogado Renato Schermann Ximenes de Melo, representante da Camargo Corrêa S.A.

Presente a Procuradora-federal Luciana Silva Alves, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Relator, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, Luciana Dias, Otavio Yazbek e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 09 de abril de 2013.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2012/8591

Acusado: Camargo Corrêa S.A.

Assunto: Não divulgação tempestiva de fato relevante.

Relator: Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes

RELATÓRIO

I - Do Objeto:

1. Trata-se de Termo de Acusação elaborado pela Superintendência de Relações com Empresas - SEP, datado de 30.07.12, em face da Camargo Corrêa S.A. ("**Controlador**"), na qualidade de acionista controlador da Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A. ("**Companhia**"), por não ter se posicionado quanto à implementação da Oferta Pública de Aquisição de Ações ("**OPA**"), anunciada por meio do fato relevante de 16.03.12, quando da divulgação do laudo de avaliação da Companhia em 01.06.12, informação definida como condicionante da implementação da OPA naquele fato relevante.

II - Dos Fatos:

2. Em **16.03.12, às 17h30min**, a Companhia divulgou fato relevante por meio do qual anunciou aos seus acionistas a intenção do Controlador de realizar uma oferta pública de aquisição de ações visando ao cancelamento de seu registro de companhia aberta na CVM e, concomitantemente e de forma unificada, a realização de uma oferta pública de aquisição de ações para a saída da Companhia do Novo Mercado da BM&FBovespa S.A. - Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros. Esta OPA Unificada seria destinada à aquisição de 33,85% do capital social da Companhia (fls. 126/128).

3. Neste fato relevante, foi comunicado que a OPA Unificada seria lançada ao preço máximo de R\$ 4,70 (quatro reais e setenta centavos) por ação ordinária e que, caso o preço definido pelo laudo de avaliação fosse maior, o Controlador poderia optar pela não realização da OPA Unificada, e, caso o preço fosse menor, seria este o valor a ser pago. Os acionistas também foram informados de que, após a entrega deste laudo de avaliação, seria divulgado um novo fato relevante informando se a OPA Unificada seria de fato realizada e o preço a ser pago pelas ações ordinárias.

4. Em **01.06.12 (sexta-feira), às 19h25min**, a Companhia divulgou novo fato relevante no qual informou que o laudo de avaliação apresentado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. ("**Laudo de Avaliação**") concluiu que o preço justo a ser pago

pelas ações de sua emissão deveria estar em um intervalo entre R\$ 5,43 e R\$ 5,97. Não divulgou, porém, qual seria o posicionamento do Controlador diante deste laudo (fls. 129/130).

5. Em **05.06.12 (terça-feira), às 19h58min**, a Companhia divulgou comunicado ao mercado, por meio do qual informou que o Conselho de Administração do Controlador estava analisando o **Laudo de Avaliação** apresentado em 01.06.12 e que este divulgaria oportunamente ao mercado a sua decisão de desistir da OPA ou de reformulá-la pelo valor apurado, nos termos do item 10.3.2 do Regulamento do Novo Mercado (fls. 131/132).

6. No dia seguinte, em **06.06.12, às 09h24min**, a Companhia divulgou novo comunicado ao mercado, por meio do qual expôs a manifestação de seu próprio Conselho de Administração sobre o Laudo de Avaliação e seu posicionamento favorável à realização da OPA (fls. 133/135).

7. Em **11.06.12 (segunda-feira), às 10h08min**, a Companhia divulgou comunicado ao mercado, reiterando o disposto no comunicado de 05.06.12, no sentido de que o Laudo de Avaliação ainda estaria sendo objeto de análise pelo Conselho de Administração do Controlador, o qual divulgaria oportunamente ao mercado a sua decisão de desistir da OPA ou de reformulá-la pelo valor apurado, nos termos do item 10.3.2 do Regulamento do Novo Mercado (fls. 136/137).

8. No mesmo dia **11.06.12, às 10h17min**, a SEP encaminhou à Companhia, por e-mail e por fax, o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 1180/12, solicitando sua manifestação, até o dia 12.06.12 (dia seguinte), no sentido de confirmar ou não o posicionamento do Controlador mencionado no fato relevante de 16.03.12, considerando: (i) a diferença entre o valor informado no aludido fato relevante (R\$4,70) e aquele apurado no Laudo de Avaliação (entre R\$5,43 e R\$5,97); e (ii) a significativa oscilação apresentada pelas ações de emissão da Companhia após a divulgação do Laudo de Avaliação (fls. 01/04).

9. Ainda em **11.06.12, às 11h09min**, a Companhia reapresentou o comunicado divulgado naquela manhã (às 10h08min), reiterando junto ao público investidor a informação de que o Laudo de Avaliação ainda estaria sendo objeto de análise pelo Conselho de Administração do Controlador, o qual divulgaria oportunamente ao mercado, nos termos do item 10.3.2 do Regulamento do Novo Mercado, a sua decisão de desistir da OPA ou de reformulá-la pelo valor apurado (fls. 138/139).

10. Ao final do dia **11.06.12, às 19h38min**, a Companhia divulgou novo comunicado ao mercado, informando que a decisão do Controlador acerca da OPA seria tomada até o dia 13.06.12, ocasião em que seria levada a conhecimento do mercado (fls. 140/141).

11. Em **12.06.12**, em atenção ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 1180/12, a Companhia protocolou expediente junto a esta CVM, informando que, até aquele momento, não havia sido informada pelo Controlador a respeito da desistência ou da reformulação da OPA. Não obstante, destacou que entrou em contato com o Controlador de sorte a confirmar que nenhuma decisão teria ainda sido tomada, oportunidade em que este lhe indicou a data limite de 13.06.12, o que foi objeto de divulgação ao mercado no dia 11.06.12, às 19h38min (fls. 05/07). No dia **12.06.12, às 17h01min**, foi emitido um novo comunicado ao mercado com o mesmo teor (fls. 10/11).

12. Em **13.06.12, às 09h53min**, a Companhia divulgou fato relevante, informando a decisão do Controlador de manter a OPA e reformular o valor ofertado para R\$ 5,50 por ação, bem como a adesão à oferta de aproximadamente 10,54% dos titulares das ações da Companhia (fls. 142/143).

13. Em 15.06.12, a SEP solicitou a manifestação da Companhia acerca dos fatos acima relatados, destacando o art. 9º, §2º da Instrução CVM nº 358/02, que assim dispõe: *“Caso a realização da oferta pública esteja sujeita ao implemento de condições, fica o ofertante obrigado a divulgar aviso de fato relevante, sempre que tais condições se verificarem, esclarecendo se mantém a oferta, e em que condições, ou se ela perderá sua eficácia .”* (grifos da SEP) (fls. 12/14).

14. A Companhia, em 25.06.12, manifestou-se nos seguintes principais termos: (fls. 15/35)

- a) Em todos os momentos, desde a divulgação da intenção do Controlador de realizar a OPA, a Companhia manteve o mercado informado, comunicando de imediato as novas informações a respeito da OPA aos seus acionistas, bem como procurou manter-se atualizada junto ao Controlador sobre a evolução de seu processo de decisão;
- b) A regra do art. 9º, §2º, da Instrução CVM nº 358/02 aplica-se somente a ofertas públicas efetivas e já lançadas, não sendo aplicável ao caso, na medida em que existia tão somente uma intenção de lançamento de uma OPA, de acordo com o fato relevante de 16.03.12;
- c) Nem a Instrução CVM nº 361/02 (que dispõe sobre o procedimento aplicável às OPAs) nem o Regulamento de Listagem do Novo Mercado (item 10.3.2)¹ estabelecem qualquer prazo para a tomada de decisão por parte do Controlador acerca do prosseguimento ou não do lançamento da OPA;
- d) Nos termos do referido item 10.3.2 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, a decisão do Controlador de prosseguir com o cancelamento do registro de companhia aberta da Companhia teria sido automaticamente revogada, a partir da disponibilização do Laudo de Avaliação e, portanto, não haveria necessidade de divulgar

- qualquer informação ao mercado, salvo se decisão diversa tivesse sido adotada pelo Controlador;
- e) A adoção dessa nova decisão somente ocorreu na manhã do dia 13.06.12, na reunião do Conselho de Administração do Controlador especialmente convocada para decidir sobre a reformulação da OPA pelo valor econômico apurado. Até então não havia nada a divulgar, inclusive porque decisão alguma tinha sido tomada que pudesse ou exigisse divulgação, como se pode comprovar pelas Atas de Reunião do Conselho de Administração do Controlador de 04, 06 e 11.06.12 (anexas às fls. 33/35);
 - f) O Controlador somente tomou conhecimento do Laudo de Avaliação em 01.06.12 (6ª feira), após o encerramento do pregão, tal qual os demais acionistas da Companhia e o mercado. Tendo verificado que o preço máximo por ação a ser pago na OPA estava fora da faixa de valor econômico das ações apurada no Laudo de Avaliação, o Controlador iniciou imediatamente sua análise com o objetivo de tomada de decisão. Assim, em 05.06.12 (terça-feira), foi comunicado à Companhia que o Conselho de Administração do Controlador analisaria o Laudo de Avaliação e divulgaria oportunamente sua decisão;
 - g) Não é razoável supor ou exigir que uma decisão com os impactos financeiros verificados (a decisão de prosseguir com a OPA impactaria em um desembolso potencial adicional mínimo de R\$27.922.143,03 por parte do Controlador) fosse tomada sem o devido cuidado de análise ou apressadamente. Ao contrário, seria mais do que razoável e equânime que o Controlador pudesse avaliar sua decisão de reformular a OPA ao menos em prazo proporcional àquele conferido aos acionistas minoritários da Companhia, nos termos do §1º do art. 4º-A da Lei nº 6.404/76², comunicando o público tão logo finalizado o exame;
 - h) Impor ao Controlador a obrigação de tomar uma decisão rápida e apressada sobre a reformulação da OPA, imediatamente após o conhecimento do resultado do Laudo de Avaliação e sem que os órgãos da sua administração tivessem tempo suficiente para avaliar o conteúdo de tal documento, forçaria o Controlador a divulgar ao mercado a única decisão disponível no momento, conforme os próprios termos do referido item 10.3.2 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que era a de não prosseguir com a OPA (conforme divulgado no Fato Relevante de 16.03.12, que informava o preço máximo a ser pago por ação). Assim, o mercado receberia uma informação sobre a interrupção do processo de OPA, o que, inclusive, poderia impactar o preço das ações, para, dias depois, vir a ser informado da retomada do mesmo processo. Com as divulgações realizadas na forma ocorrida, tais distorções foram evitadas.

15. Em 05.07.12, a SEP, por intermédio de ofício encaminhado à Companhia, solicitou a manifestação do Controlador sobre o eventual descumprimento do disposto no art. 9º, §2º da Instrução CVM nº 358/02, nos termos do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08³ (fls. 152/153). Em resposta, o Controlador restringiu-se a subscrever os termos da manifestação apresentada pela Companhia em 25.06.12 (fls. 162).

III - Da Acusação:

16. Diante do que foi apurado, a SEP elaborou Termo de Acusação, de fls. 176/184, onde concluiu pela responsabilização do Controlador, ofertante da OPA, pelo descumprimento do disposto no art. 9º, §2º da Instrução CVM nº 358/02, em razão da ausência de posicionamento quanto à implementação da oferta, quando da divulgação do Laudo de Avaliação em 01.06.12.

17. No entender da SEP, de acordo com o divulgado no fato relevante de 16.03.12, a implementação da operação estava sujeita ao valor de avaliação da Companhia, razão pela qual incidiria ao caso o disposto no mencionado art. 9º, §2º da Instrução CVM nº 358/02. A seu ver, não procede a alegação da Companhia e do Controlador de que os requisitos desse artigo somente se aplicam a ofertas públicas e já lançadas, uma vez que *“tal artigo passa a valer imediatamente após a decisão de realizar a oferta pública, sendo que, em 16.03.2012, foram divulgadas as condições da operação, sujeita apenas ao implemento de condição, qual seja: a conclusão do Laudo.”*

18. Quanto ao argumento de que o Controlador precisava de tempo hábil para decidir sobre a manutenção ou desistência da OPA, a SEP defende que o Laudo de Avaliação poderia ter sido divulgado apenas após sua análise e posicionamento, com respaldo na obrigação de sigilo, nos termos do art. 8º da Instrução CVM nº 358/02⁴. A propósito, a SEP destaca que a divulgação do Laudo de Avaliação por meio de fato relevante, sem o posicionamento do Controlador acerca da OPA, causou incerteza ao mercado e levou a uma oscilação de aproximadamente 19% na cotação das ações ordinárias da Companhia entre 01 e 13.06.12 (fl. 147).

19. No que tange à alegação de que, nos termos do item 10.3.2 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, a partir da disponibilização do Laudo de Avaliação a decisão do Controlador de prosseguir com a OPA havia sido revogada automaticamente, a SEP expõe que:

“No entanto, a Companhia divulgou Comunicado ao Mercado, somente em 05.06.2012, informando que o Conselho de Administração do Controlador estava analisando o Laudo ‘e que, nos termos do item 10.3.2 do regulamento do Novo Mercado, divulgaria oportunamente ao mercado sua decisão de desistir da oferta ou de reformulá-la pelo Valor Econômico apurado’ (fl. 132). Portanto, esse Comunicado ao Mercado não só contraria o argumento da revogação automática ora apresentado, como também não foi suficiente para sanar a incerteza no mercado.”

IV - Da Defesa:

20. Regularmente intimado, o Acusado apresentou defesa de fls. 204/216, onde, de início, afirma que o Laudo de Avaliação não é “condição” de cujo implemento dependia a realização da OPA, como assevera a SEP. Argumenta que a exigência do laudo é comum a todas as ofertas públicas de cancelamento de registro ou de saída do Novo Mercado, o que pode ser verificado no art. 8º da Instrução CVM nº 361/02⁵ e no item 10.1⁶ do Regulamento de Listagem do Novo Mercado. Invoca o item 10.3⁷ deste mesmo regulamento para demonstrar que teria cumprido “à risca” o que lhe é exigido pela legislação aplicável (inclusive quanto à divulgação do preço máximo da oferta), não cabendo falar-se, portanto, na aplicação do art. 9º, §2º da Instrução CVM nº 358/02 ao caso concreto. Reitera que, nos termos do item 10.3.2 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, o Laudo de Avaliação, ao concluir que a OPA deveria se dar a um valor superior ao máximo ofertado pelo Acusado, ocasionou a revogação, de pleno direito, da oferta formulada.

21. Em relação ao lapso temporal entre a divulgação do Laudo de Avaliação e a sua manifestação em prosseguir com a OPA, o Acusado alega que, uma vez que não há prazo legal fixado para a manifestação do ofertante, a interpretação teleológica da Lei das S.A. recomendaria que se aplicasse, por analogia, o disposto no §1º do art. 4º-A da referida lei, que concede ao acionista minoritário o prazo de 15 dias para impugnar uma avaliação e pleitear a apresentação de novo laudo. Prazo este que foi respeitado pelo Acusado.

22. Ressaltando novamente que não há prazo definido em lei, o Acusado afirmou que agiu com a maior rapidez possível para chegar a uma conclusão quanto à realização da OPA e com a diligência que lhe era possível, por meio das várias comunicações enviadas ao mercado.

23. O Acusado observa, adicionalmente, que a prática objeto da acusação não é nova e que ele não é o único a adotá-la. Reporta-se ao fato relevante divulgado em 02.07.12 pela Redentor Energia S.A., companhia aberta envolvida em processo semelhante. Neste fato relevante, a Redentor igualmente divulgou o resultado do laudo de avaliação, destacando que o mesmo se encontrava em análise por seu acionista controlador e que, nos termos do item 10.3.2 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, divulgaria oportunamente ao mercado se a oferta seria realizada e o preço a ser pago por ação. Em 16.07.12, ou seja, 14 (quatorze) dias após o citado fato relevante, a controladora da Redentor manifestou seu interesse em prosseguir com a oferta, majorando o preço por ação, em conduta similar a do Acusado.

24. Com relação à afirmação contida no Termo de Acusação no sentido de que as negociações ocorridas no período foram realizadas com incerteza quanto à realização da OPA, o Acusado alega que desde 16.03.12, quando da divulgação do primeiro fato relevante informando a intenção do Controlador de realizar a OPA, as ações da Companhia foram negociadas com incerteza quanto à sua realização, que, obviamente, não dependia apenas da vontade do Acusado.

25. Quanto às oscilações no preço das ações da Companhia verificadas entre os dias 1º e 13.06.12, intervalo entre a divulgação do Laudo de Avaliação e o posicionamento final do Controlador, alega que não podem ser classificadas como “irregulares”, diante da singularidade de uma OPA na rotina de uma companhia aberta, seus acionistas e do mercado em geral. A esse respeito, o Acusado destaca trecho do voto do Diretor-Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos (Reg.Col. nº 3284/2001, reunião de 17.07.01), abaixo reproduzido:

“A questão que se coloca no tocante ao estabelecimento de condições decorre, dentre outras razões, da enorme capacidade que as ofertas públicas têm na formação do preço das ações sobre as quais são lançadas.

Na experiência diária do mercado de valores mobiliários, verifica-se que as mais das vezes ocorre um imediato ajuste de preço das ações quando uma oferta pública de compra dessas ações é lançada, ajuste este, evidentemente, que pode considerar além do preço propriamente dito, taxas de juros, cotação de moedas estrangeiras (principalmente em ofertas de permuta, como a presente), avaliação quanto à possibilidade da oferta obter sucesso, etc.”

26. Nesse sentido, o Acusado conclui pela inexistência de elementos suficientes para se imputar a oscilação do preço das ações de emissão da Companhia à suposta violação da Instrução CVM nº 358/02, visto que o próprio anúncio de uma OPA, bem como o anúncio de seu respectivo Laudo de Avaliação, provocam, naturalmente, oscilações maiores no preço dos valores mobiliários envolvidos, que tende a se ajustar ao preço da oferta formulada ou ao laudo de avaliação correspondente, conforme o caso.

27. Destacou também que não há qualquer registro de reclamação de investidores por conta de um eventual prejuízo decorrente de tais oscilações, assim como não foi identificado no Termo de Acusação qualquer prejuízo derivado da conduta em questão.

28. Por fim, o Acusado pede o acolhimento integral de sua defesa, de modo a julgar totalmente improcedente a acusação formulada no Termo de Acusação. Também protestou pelo direito à apresentação de proposta de termo de compromisso, porém, decorrido o prazo, não a apresentou.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 09 de abril de 2013.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor-Relator

¹ “10.3.2 Se o Valor Econômico das ações for superior ao valor informado pelo ofertante, a decisão de se proceder ao cancelamento do registro de companhia aberta ficará revogada, exceto se o ofertante concordar expressamente em formular a oferta pública pelo Valor Econômico apurado, devendo o ofertante divulgar ao mercado a decisão que tiver adotado.”

² “Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º.

§ 1º O requerimento deverá ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias da divulgação do valor da oferta pública, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo os acionistas referidos no caput convocar a assembléia quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 (oito) dias, ao pedido de convocação.”

³ “Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.”

⁴ “Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.”

⁵ “Art. 8º Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle.”

⁵ “10.1 Laudo de Avaliação. O cancelamento do registro de companhia aberta exigirá a elaboração de laudo de avaliação de suas ações pelo respectivo Valor Econômico, devendo tal laudo ser elaborado por instituição ou empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da Companhia, seus Administradores e/ou Acionista Controlador, além de satisfazer os requisitos do §1º do artigo 8º da Lei das Sociedades por Ações, e conter a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo.”

⁶ “10.3 Valor Ofertado. Quando for informada ao mercado a decisão de se proceder ao cancelamento de registro de companhia aberta, o ofertante deverá divulgar o valor máximo por ação ou lote de mil ações pelo qual formulará a oferta pública.

10.3.1 A oferta pública ficará condicionada a que o valor apurado no laudo de avaliação não seja superior ao valor divulgado pelo ofertante, conforme disposto no item 10.3.

10.3.2 Se o Valor Econômico das ações for superior ao valor informado pelo ofertante, a decisão de se proceder ao cancelamento do registro de companhia aberta ficará revogada, exceto se o ofertante concordar expressamente em formular a oferta pública pelo Valor Econômico apurado, devendo o ofertante divulgar ao mercado a decisão que tiver adotado.”.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2012/8591

Acusado: Camargo Corrêa S.A.

Assunto: Não divulgação tempestiva de fato relevante (infração ao artigo 9º, §2º da Instrução CVM nº 358/02)

Relator: Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes

-

V O T O

1. De início, a questão que se coloca é a aplicação ou não ao caso concreto da regra disposta no art. 9º, §2º, da Instrução CVM nº 358/02, a saber: “Caso a realização da oferta pública esteja sujeita ao implemento de condições, fica o ofertante obrigado a divulgar aviso de fato relevante, sempre que tais condições se verificarem, esclarecendo se mantém a oferta, e em que condições, ou se ela perderá sua eficácia.”.

2. No entender da acusação, nos termos do fato relevante de 16.03.12, a implementação da OPA estava sujeita ao valor de avaliação da Companhia, razão pela qual incidiria ao presente caso a regra acima referida. Por sua vez, o Acusado defende que tal dispositivo não se aplica à oferta por ele formulada, à medida que o Laudo de Avaliação não era condição de cujo implemento dependia a realização da OPA, sendo comum a todas as ofertas públicas de cancelamento de registro ou de saída do Novo Mercado, nos termos do art. 8º da Instrução CVM nº 361/02 e do item 10.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado.

3. Assiste razão ao Acusado quanto este afirma que a elaboração do laudo de avaliação da companhia objeto é

exigência comum a todas as ofertas públicas de fechamento de capital. A Lei das S.A., em seu art. 4º, §4º, busca assegurar aos destinatários da OPA para cancelamento de registro de companhia aberta um preço justo por suas ações, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios ali previstos, adotados de forma isolada ou combinada, ou em outro aceite pela CVM. A matéria é regulada pela Instrução CVM nº 361/02, que exige que o laudo de avaliação contenha indicação do critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que for considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo, observando-se que referida opinião não deve ser entendida como recomendação do preço da oferta, o qual deve ser determinado pelo ofertante (Anexo III, incisos II e IX, alínea “f”).

4. Da mesma forma, assiste razão à acusação ao dispor que a implementação da OPA, no caso concreto, estava sujeita ao valor de avaliação da Companhia. Nesse tocante, é importante diferenciarmos a exigência, decorrente da lei, de avaliação das ações de emissão da companhia objeto de uma OPA para cancelamento de registro, da informação divulgada pela Companhia no fato relevante de 16.03.12, no sentido de que o Controlador poderia decidir não realizar a OPA caso o preço definido no Laudo de Avaliação fosse maior que o preço máximo informado neste mesmo fato relevante.

5. Ainda que por força das regras contidas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado¹ — as quais foram invocadas pelo Acusado para fins de demonstrar que apenas “*cumpriu à risca o que lhe é exigido pela legislação aplicável*”—, é certo que a OPA, nos termos em que foi lançada, estava condicionada ao valor apurado no Laudo de Avaliação. O fato relevante de 16.03.12 deixou claro essa condição, ao anunciar que, após a entrega do referido laudo, seria “*divulgado um novo fato relevante informando se a OPA Unificada será realizada e o preço a ser pago por ação ordinária*” em perfeita sintonia com o disposto no art. 9º, §2º, da Instrução CVM nº 358/02, já transcrito acima. Ademais, tal informação divulgada ao mercado vai de encontro à alegação do Acusado de que, nos termos do item 10.3.2 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, o Laudo de Avaliação, ao concluir que a OPA deveria se dar a um valor superior ao máximo ofertado, teria revogado a oferta, de pleno direito.

6. Considerando, portanto, as informações divulgadas no fato relevante de 16.03.12, entendo que não restam dúvidas acerca da aplicabilidade ao caso concreto do disposto no citado §2º do art. 9º da Instrução CVM nº 358/02.

7. A outra questão a ser objeto de análise no âmbito do presente processo sancionador diz respeito ao momento em que o ofertante divulgou ao mercado sua decisão de manter a OPA e reformular o preço ofertado. Como exposto no relatório a este voto, o Laudo de Avaliação foi divulgado por meio de fato relevante em 01.06.12, às 19h25min, tendo o ofertante se posicionado por meio de fato relevante em 13.06.12, às 09h53min.

8. Na opinião da acusação, o Acusado deveria ter se posicionado quanto à implementação da OPA por ocasião da divulgação do Laudo de Avaliação em 01.06.12. A acusação argumenta que a divulgação do laudo por meio de fato relevante, sem o posicionamento do ofertante acerca da OPA, causou incerteza ao mercado e levou a uma oscilação de aproximadamente 19%² na cotação das ações ordinárias da Companhia entre 01 e 13.06.12. Quanto à alegação do Acusado de que precisava de tempo hábil para decidir sobre a manutenção ou desistência da OPA, a acusação observa que o Laudo de Avaliação poderia ter sido divulgado apenas após sua análise e posicionamento, com respaldo na obrigação de sigilo, nos termos do art. 8º da Instrução CVM nº 358/02.

9. A meu sentir, a questão que ora se coloca aparenta ser de maior complexidade, demandando, com isso, uma análise mais acurada sobre os passos que antecederam e sucederam a divulgação, em 01.06.12, do Laudo de Avaliação.

10. Nessa linha, destaco, de início, o item 10.1³ do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BM&FBovespa, segmento no qual a Companhia era listada, que estabelece que é de competência privativa da assembleia geral da companhia objeto da OPA para cancelamento de registro a escolha da instituição ou empresa responsável pela elaboração do laudo de avaliação de suas ações.

11. Tal exigência foi devidamente comunicada ao mercado no fato relevante de 16.03.12 e, em Assembleia Geral Extraordinária realizada em 09.04.12, por maioria dos votos dos acionistas detentores das ações em circulação presentes⁴, foi selecionado, dentre a lista tríplice apresentada pelo Conselho de Administração, o Banco Santander (Brasil) S.A., como “*a instituição responsável pela elaboração do laudo de avaliação das ações da Companhia para fins da realização de oferta pública de aquisição, com vistas ao cancelamento do registro de companhia aberta e à saída do Novo Mercado*”.

12. Verifica-se, portanto, que o processo de avaliação das ações da Companhia, ainda que suportado pelo ofertante, foi levado a efeito pela Administração da própria Companhia e contou com a participação dos acionistas destinatários da OPA, detentores das ações em circulação. E, em continuidade a este processo, a Companhia divulgou, por intermédio do fato relevante de 01.06.12, o valor de suas ações apurado no Laudo de Avaliação elaborado pelo Banco Santander. Diante disso, como destacado pelo Acusado, este teria tomado conhecimento do Laudo de Avaliação concomitantemente com os demais acionistas da Companhia, após o encerramento do pregão de 01.06.12.

13. Como visto, o processo de avaliação das ações da Companhia não era dirigido pelo ofertante, de sorte que a decisão sobre a divulgação do Laudo de Avaliação não se encontrava sob seu controle. Nesse sentido, diferentemente da opinião exarada pela acusação, entendo que, no caso concreto, o Laudo de Avaliação não poderia ter sido divulgado somente após a

análise e o posicionamento do Controlador. E, a meu ver, diante das circunstâncias apresentadas, a divulgação da informação era mais apropriada do que o silêncio, ainda que necessário mais de um fato relevante, um a complementar o outro. Já havia no mercado uma expectativa acerca da operação e a opção pelo sigilo da informação, mesmo que com respaldo no art. 8º da Instrução CVM nº 358/02, poderia alimentar rumores e ocasionar oscilações infundadas na cotação das ações da Companhia.

14. Sem adentrar no mérito dos critérios utilizados pela acusação para concluir que as ações oscilaram 19%, a meu juízo não parece ter sido este o motivo das oscilações verificadas entre 01 e 13.06.12, intervalo entre a divulgação do Laudo de Avaliação e o posicionamento final do Controlador. Entendo que tais oscilações apenas refletiram a reação dos investidores diante da informação, divulgada pela Companhia após o pregão do dia 01.06.12, acerca do preço justo das ações apurado no Laudo de Avaliação, no valor mínimo de R\$5,43 e máximo de R\$5,97. É o que se depreende do levantamento acostado às fls. 146/148 dos autos: em 04.06.12, pregão imediatamente posterior à divulgação do Laudo de Avaliação, as ações da Companhia abriram cotadas a R\$4,55 (o preço de fechamento em 01.06.12 foi de R\$4,54) e, no intervalo entre esta data e o posicionamento final do Controlador, atingiram o preço máximo de R\$5,35 (em 06.06.12), preço esse muito próximo do valor mínimo das ações apurado no Laudo de Avaliação.

15. Do mesmo modo, observa-se que, por ocasião da divulgação da oferta em 16.03.12, as cotações das ações da Companhia igualmente oscilaram de forma a se ajustar à informação divulgada ao mercado.

16. Passo, adiante, à análise da conduta do Acusado, na qualidade de Controlador da Companhia e de ofertante da OPA.

17. A princípio, destaco que o sistema da lei societária é o *do full disclosure*, ou seja, o da total publicidade de atos e fatos que possam de qualquer forma afetar a tomada de decisão dos investidores sobre aquisição de valor mobiliário da companhia, e me parece incontroverso que o fato noticiado em 13.06.12 — decisão do Controlador de manter a OPA e reformular o valor ofertado para R\$ 5,50 por ação — se caracterizava como fato relevante. Fato relevante, como se sabe, é aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia, ou, nas palavras do Diretor Pedro Marcilio ditas no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928: *“Fato relevante é o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional”*, e, ainda nas palavras do Diretor: *“o que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer (...)”*.⁵

18. A esse respeito, o Acusado argui que a decisão foi tomada somente na manhã do dia 13.06.12, na reunião do Conselho de Administração do Controlador especialmente convocada para decidir sobre a reformulação da OPA pelo valor econômico apurado. Acresce que até então não havia nada a divulgar, inclusive porque decisão alguma tinha sido tomada que pudesse ou exigisse divulgação, anexando, como prova, as Atas de Reunião do Conselho de Administração do Controlador de 04, 06 e 11.06.12 (anexas às fls. 33/35), que serão comentadas adiante.

19. O Acusado alega ainda que não há prazo legal fixado para a manifestação do ofertante da OPA e que a interpretação teleológica da Lei das S.A. recomendaria que se aplicasse, por analogia, o disposto em seu art. 4º-A, §1º, que concede ao acionista minoritário o prazo de 15 dias para impugnar uma avaliação e pleitear a apresentação de novo laudo. Argumenta que não é razoável supor ou exigir que uma decisão com os impactos financeiros verificados (a decisão de prosseguir com a OPA impactaria em um desembolso potencial adicional mínimo de R\$27.922.143,03 por parte do Controlador) fosse tomada sem uma cuidadosa análise ou apressadamente e afirma que agiu com a maior rapidez possível para chegar a uma conclusão quanto à realização da OPA e com a diligência que lhe era possível, por meio das várias comunicações enviadas ao mercado. A propósito, vale destacar que a decisão ao final tomada pelo Controlador representou um desembolso potencial adicional de R\$30.599.608,80, equivalente a um impacto financeiro da ordem de 17%⁶ em relação ao valor original.

20. De fato, as normas aplicáveis à matéria não contemplam a situação de que se cuida, o que, contudo, não autoriza o ofertante da OPA a utilizar-se dessa lacuna em proveito próprio. A meu ver, esse não parece ser o caso em tela, à medida que os elementos constantes dos autos evidenciam que o Acusado envidou os esforços necessários à tomada de uma decisão o mais breve possível, observando-se, contudo, as circunstâncias apresentadas. E, uma vez tomada a decisão, o Acusado imediatamente divulgou a informação ao mercado, na forma exigida pela Instrução CVM nº 358/02. Nesse sentido, vejamos:

- a) Entre 01.06.12 (sexta-feira), data de divulgação do Laudo de Avaliação, e 13.06.12 (quarta-feira), data do posicionamento do Acusado, decorreram 6 (seis) dias úteis, considerando o feriado de *Corpus Christi* em 07.06.12 (quinta-feira);
- b) Em 04.06.12 (segunda-feira), primeiro dia útil após a divulgação do Laudo de Avaliação, o Conselho de Administração do Controlador reuniu-se para deliberar sobre a matéria. Todavia, após análise e ampla discussão, foi marcada nova reunião para o dia 06.06.12, como se extrai da ata anexa às fls. 33 dos autos;
- c) Em 05.06.12 (terça-feira) a Companhia divulgou, por meio de Comunicado ao Mercado, ter recebido de seu acionista Controlador comunicado de seguinte teor: *“A Camargo Corrêa S/A informa que seu Conselho de Administração está analisando o Laudo de Avaliação do Valor Econômico das Ações da Companhia, apresentado pelo Banco Santander S/A no último dia 1º de junho (disponível em www.ccdi.com.br), e que, nos termos do item*

10.3.2 do regulamento do Novo Mercado, divulgará oportunamente ao mercado sua decisão de desistir da oferta ou de reformulá-la pelo Valor Econômico apurado.” (fls. 132);

- d) Em 06.06.12 (quarta-feira), a matéria voltou a ser analisada e debatida pelo Conselho de Administração do Controlador, que solicitou a apresentação de estudos adicionais, razão pela qual foi agendada nova reunião para o dia 11.06.12 (Ata às fls. 34);
- e) Na manhã do dia 11.06.12 (segunda-feira), às 10h08, a Companhia divulgou novo Comunicado ao Mercado, reiterando ter recebido de seu acionista Controlador comunicado de seguinte teor: “A Camargo Corrêa S/A informa que seu Conselho de Administração está analisando o Laudo de Avaliação do Valor Econômico das Ações da Companhia, apresentado pelo Banco Santander S/A no último dia 1º de junho (disponível em www.ccdi.com.br), e que, nos termos do item 10.3.2 do regulamento do Novo Mercado, divulgará oportunamente ao mercado sua decisão de desistir da oferta ou de reformulá-la pelo Valor Econômico apurado.” (fls. 136/137);
- f) No mesmo dia, às 11h09, tal comunicado foi reiterado (fls. 138/139), considerando o recebimento pela Companhia do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 1180/12, solicitando sua manifestação, até o dia 12.06.12, no sentido de confirmar ou não o posicionamento do Controlador acerca da OPA;
- g) Ainda em 11.06.12, às 14h00, o Conselho de Administração do Controlador reuniu-se mais uma vez, ocasião em que foram apresentados os estudos adicionais solicitados na reunião de 06.06.12. Ademais, considerando o teor do Ofício enviado pela SEP, deliberou-se que a decisão do Conselho acerca da OPA deveria ser tomada, impreterivelmente, até o dia 13.06.12 (Ata às fls. 35);
- h) Assim, às 19h38min desse mesmo dia, a Companhia divulgou novo Comunicado ao Mercado, dispondo ter recebido de seu acionista Controlador a informação de que “comunicará à Companhia, tão logo a decisão tenha sido tomada (mas de qualquer forma até 13 de junho de 2012), se desistirá da intenção de realização da oferta pública de aquisição de ações ordinárias de emissão da CCDI ou se irá reformulá-la pelo valor econômico apurado no laudo de avaliação elaborado pelo Banco Santander (Brasil) S.A., divulgado em 01 de junho de 2012”. A Companhia ressaltou também que qualquer informação recebida do Controlador seria “levada a conhecimento do mercado imediatamente.” (fls. 140/141);
- i) No dia 12.06.12, em resposta ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 1180/12, a Companhia esclareceu à CVM que ainda não havia sido informada pelo Controlador a respeito da desistência ou da reformulação da OPA, o que deveria ocorrer até o dia 13.06.12. Ainda em 12.06.12, às 17h01min, a Companhia divulgou Comunicado ao Mercado de mesmo teor (fls. 10/11);
- j) Em 13.06.12, às 09h53min, a Companhia divulgou fato relevante, informando a decisão do Controlador de manter a OPA e reformular o valor ofertado para R\$ 5,50 por ação, bem como a adesão à oferta de aproximadamente 10,54% dos titulares das ações da Companhia (fls. 142/143).

21. É importante destacar que não tenho aqui a intenção de suprir a lacuna verificada na legislação ou mesmo endossar a tese de defesa acerca da aplicação, por analogia, do disposto no art. 4º-A, §1º, da Lei das S.A. A presente análise é circunscrita ao caso concreto, cujos elementos me permitem concluir que o prazo utilizado pelo Acusado afigurou-se razoável frente às circunstâncias apresentadas. Como visto acima, tão logo tomou ciência do Laudo de Avaliação, o Controlador iniciou os debates no âmbito de seu Conselho de Administração, debates esses que se prolongaram por alguns dias, mais precisamente 6 (seis) dias úteis, com a realização de reuniões sequenciais (em 04, 06 e 11.06.12), tendo em vista o requerimento de maiores esclarecimentos e estudos adicionais, julgados necessários para a tomada de uma decisão informada e refletida pelo ofertante da OPA, considerando, inclusive, o potencial impacto financeiro adicional que a reformulação do preço da oferta representava.

22. Da mesma forma, os diversos comunicados divulgados pela Companhia — no total de 6 (seis) — dão conta de que o Acusado buscou manter os seus acionistas e o mercado como um todo informado acerca do andamento do processo de decisão, isto é, que a decisão de desistir da oferta ou de reformulá-la pelo valor econômico apurado no Laudo de Avaliação ainda se encontrava em análise no âmbito de seu Conselho de Administração. Tal preocupação do Acusado, inclusive, restou patente no dia 11.06.12, quando foi divulgada a deliberação do Conselho de Administração, tomada nesse mesmo dia, no sentido de que a decisão acerca da OPA seria tomada “de qualquer forma até 13 de junho de 2012”.

23. Por outro lado, ainda que o presente comentário não tenha impacto na decisão adotada, entendo pertinente observar que o Acusado, em prol da prestação de uma informação de melhor qualidade, poderia ter divulgado no próprio dia 01.06.12, data de divulgação do Laudo de Avaliação, a informação de que a matéria seria objeto de apreciação por seu Conselho de Administração e que a decisão de desistir da oferta ou de reformulá-la pelo valor econômico apurado no Laudo de Avaliação seria oportunamente divulgada ao mercado. Isso porque, numa interpretação literal do disposto no item 10.3.2 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado⁷, o silêncio do Controlador, naquele momento, poderia ser interpretado como a revogação da decisão de se proceder ao cancelamento do registro da Companhia, à medida que o valor das ações apurado no Laudo de Avaliação era superior ao valor máximo informado pelo ofertante no fato relevante de 16.03.12.

24. Não obstante, entendo que, no presente caso, a conduta do Acusado foi pautada de forma a preservar o bem que se tutela ao se exigir a ampla publicidade dos negócios de uma companhia aberta, qual seja, o ordenamento do mercado de valores mobiliários, a prevalência da igualdade de conhecimento entre todos aqueles que necessitam da informação para decidir sobre seus negócios.

25. Por todo o exposto, voto pela absolvição da Camargo Corrêa S.A., na qualidade de acionista controlador da Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A., da acusação de ter descumprido o disposto no art. 9º, §2º da Instrução CVM nº 358/02, ao não ter se posicionado quanto à implementação da OPA anunciada por meio do fato relevante de 16.03.12, quando da divulgação do laudo de avaliação da Companhia em 01.06.12, informação definida como condicionante da implementação da OPA naquele fato relevante.

É o meu Voto.

Rio de Janeiro, 9 de abril de 2013.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor-Relator

¹ “10.3 Valor Ofertado. Quando for informada ao mercado a decisão de se proceder ao cancelamento de registro de companhia aberta, o ofertante deverá divulgar o valor máximo por ação ou lote de mil ações pelo qual formulará a oferta pública.

10.3.1 A oferta pública ficará condicionada a que o valor apurado no laudo de avaliação não seja superior ao valor divulgado pelo ofertante, conforme disposto no item 10.3.

10.3.2 Se o Valor Econômico das ações for superior ao valor informado pelo ofertante, a decisão de se proceder ao cancelamento do registro de companhia aberta ficará revogada, exceto se o ofertante concordar expressamente em formular a oferta pública pelo Valor Econômico apurado, devendo o ofertante divulgar ao mercado a decisão que tiver adotado.”.

² A oscilação de 19% na cotação das ações da Companhia verificada pela SEP se deu entre o preço de abertura do dia 01.06.12 (R\$4,45) e o preço de fechamento do dia 13.06.12 (R\$5,31).

³ “10.1 Laudo de Avaliação. O cancelamento do registro de companhia aberta exigirá a elaboração de laudo de avaliação de suas ações pelo respectivo Valor Econômico, devendo tal laudo ser elaborado por instituição ou empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da Companhia, seus Administradores e/ou Acionista Controlador, além de satisfazer os requisitos do § 1º do artigo 8º da Lei das Sociedades por Ações, e conter a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo.

10.1.1 A escolha da instituição ou empresa especializada responsável pela determinação do Valor Econômico da Companhia é de competência privativa da assembléia geral, a partir da apresentação, pelo conselho de administração, de lista tríplice, devendo a respectiva deliberação, não se computando os votos em branco, ser tomada pela maioria dos votos dos acionistas representantes das Ações em Circulação presentes naquela assembléia, que se instalada em primeira convocação deverá contar com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 20% (vinte por cento) do total de Ações em Circulação, ou que se instalada em segunda convocação poderá contar com a presença de qualquer número de acionistas representantes das Ações em Circulação.

10.1.2 Os custos de elaboração do laudo de avaliação deverão ser assumidos integralmente pelo ofertante.”

⁴ Representantes de mais de 49,3% das ações em circulação, com os votos contrários e as abstenções registrados pela Mesa (Ata disponível no site da CVM).

⁵ Vide o voto por mim proferido nos autos do PAS CVM nº RJ2012/3168, julgado em 13.11.12.

⁶ A OPA era destinada à aquisição de 38.249.511 ações ordinárias em circulação da Companhia e o preço máximo inicialmente ofertado era de R\$4,70 por ação, a ser pago à vista em moeda corrente nacional.

⁷ “Se o Valor Econômico das ações for superior ao valor informado pelo ofertante, a decisão de se proceder ao cancelamento do registro de companhia aberta ficara revogada, exceto se o ofertante concordar expressamente em formular a oferta pública pelo Valor Econômico apurado, devendo o ofertante divulgar ao mercado a decisão que tiver adotado.”

Manifestação de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/8591 realizada no dia 09 de abril de 2013.

Senhor Presidente, eu acompanho o voto do Relator.

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes
DIRETORA

Manifestação de voto da Diretora Luciana Dias na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/8591 realizada no dia 09 de abril de 2013.

Senhor Presidente, eu também acompanho o voto do Relator.

Luciana Dias
DIRETORA

Manifestação de voto do Diretor Otavio Yazbek na Sessão de Julgamento do Processo

Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/8591 realizada no dia 09 de abril de 2013.

Eu também acompanho o voto da Relatora, senhor Presidente.

Otávio Yazbek
DIRETOR

Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/8591 realizada no dia 09 de abril de 2013.

Eu também acompanho o voto do Relator e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão decidiu absolver a Camargo Corrêa S.A, acompanhando, por unanimidade, o voto do Diretor-relator.

Encerro a Sessão, informando que a CVM interporá recurso de ofício da decisão absolutória ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Leonardo P. Gomes Pereira
PRESIDENTE