Declaração de voto da Presidente Maria Helena Santana

Processo RJ 2008/252

Reg. nº 5829/2008

Interessado: National Titanium Dioxide Company Ltd.

Assunto: Recurso contra indeferimento do pedido de registro de OPA por alienação do controle de Millenium Inorganic Chemicals do Brasil S.A.

1. Acompanho o voto do Diretor Relator. Gostaria de esclarecer ao Recorrente, contudo, algumas questões que, embora já tenham sido tratadas no memorando da área técnica, merecem destaque.

2. Em primeiro lugar, cabe aclarar que a CVM possui plenos poderes para indeferir o registro da OPA, na forma como procedeu neste processo. Admitir o contrário equivaleria a dizer que a CVM tem obrigação de registrar qualquer OPA, mesmo que não atendidos os requisitos legais para a concessão de registro.

3. Como tive oportunidade de me manifestar no Caso Arcelor, já citado neste processo, a Instrução CVM nº 361/02 estabelece, em seu art. 29, § 6º, o dever do ofertante de apresentar à CVM a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido na oferta, nos casos de alienação indireta do controle. Isso confere à CVM, segundo entendo, não o direito, mas a obrigação de avaliar, como condição para a concessão do registro da OPA, primeiramente, se foi efetivamente apresentada uma demonstração e, em seguida, se essa demonstração pode ser considerada justificada. A CVM fez justamente esta análise no caso concreto.

4. De fato, o que ensejou o indeferimento da OPA neste caso foi a impossibilidade de considerar a demonstração de preço apresentada pelo ofertante como justificada para fins do art. 29, §6º da Instrução n.º 361/02, e, assim, entendo que a CVM agiu em consonância com seus deveres legais ao indeferir o pedido de registro da OPA em tela.

5. Aliás, nesse contexto, faço notar que o trecho do voto do então presidente Marcelo Trindade, citado no recurso para sugerir que a CVM não poderia negar o registro da OPA pretendida, não se aplica a este caso. A leitura atenta daquele voto demonstra que o entendimento do presidente Marcelo Trindade foi justamente o de que a CVM tem o dever de negar o registro quando os requisitos legais para a sua concessão não estejam preenchidos.

6. Como bem esclareceu o voto, a CVM não pode aceitar qualquer justificativa apresentada, como pretende o ofertante neste processo, sob pena de violar prescrições legais:

   "10. A alternativa a essa postura ativa da CVM seria a de que ela considerasse qualquer demonstração do preço implicitamente ajustado pelas partes, feita pelo ofertante. A CVM aceitaria pura e simplesmente uma declaração unilateral posterior, do ofertante, quanto à parcela do preço da aquisição da controladora que, segundo ele, correspondera às ações da controlada, desacompanhada de prova. Essa alternativa teria a vantagem de afastar a incerteza sobre o processo, mas muito provavelmente seria considerada como violadora de algumas regras legais, como a do §2º do art. 254 da Lei das S.A. (segundo o qual a CVM 'autorizará a alienação do controle...desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais') e as de alguns dos incisos do art. 4º da Lei 6.385/76, que estabelece a finalidade da atuação da CVM."

7. Em segundo lugar, deve ser dito que na OPA por alienação de controle, diferentemente do que foi alegado no recurso, não se aplica o conceito de preço justo, previsto no §4º do art. 4º da Lei das S.A. Nestes casos, é devido aos acionistas da companhia cujo controle foi alienado o preço previsto no art. 254-A, de no mínimo 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle.

8. Como já foi destacado anteriormente, inclusive no Caso Arcelor, na hipótese de OPA decorrente de alienação *indireta* do controle, a tarefa de definir o preço da OPA torna-se mais complicada, na medida em que pressupõe a definição de quanto o controle da companhia brasileira representou do preço total pago pelo adquirente.

9. Tal dificuldade, contudo, não pode ser interpretada como uma dispensa do ofertante de apresentar demonstração justificada do preço da OPA.

10. No caso, o ofertante apresentou, a título de demonstração justificada do preço, documento que não se presta aos fins previstos na norma, na medida em que não relaciona o preço proposto ao preço praticado no negócio de alienação de controle.

11. Adicionalmente, em razão dos diversos pedidos de esclarecimentos desta autarquia, o ofertante apresentou dois documentos com o fim de justificar o preço por ele oferecido para a OPA, a saber, uma mensagem eletrônica e um laudo de avaliação elaborado pela Ernst & Young.

12. Quanto à mensagem eletrônica, ao contrário do alegado pelo ofertante, há indicações na própria mensagem de que ela não pode ser aceita para o fim que pretende. Há um trecho daquela mensagem que diz, a propósito das planilhas trazidas para demonstrar o cálculo do preço (em tradução livre do original): '*Reiterando, aquele não foi um exercício de avaliação mas uma estimativa para efeito de financiamento'* [(1)]. Isso indica, com toda clareza, que os cálculos foram feitos no intuito de estimar o valor a ser despendido numa eventual OPA das ações dos minoritários da Companhia no Brasil. Mas indica, ainda mais, que aquilo não se tratou de um exercício de avaliação, ou seja, não foi com base naquela planilha que se atribuiu um preço ao ativo brasileiro envolvido na transação.

13. Ademais, os autos mostram que a razão de haver menção ao preço das ações preferenciais naquelas planilhas foi o fato de os adquirentes do controle não terem ainda, naquele momento, obtido a resposta da CVM confirmando que não seria exigida a OPA para os preferencialistas.

14. Quanto ao laudo de avaliação com base no valor econômico elaborado pela Ernst & Young, por ser baseado em um critério tão frequentemente utilizado para a avaliação de empresas, seria possível pensar que deveria ser aceito pela CVM para demonstração justificada do valor atribuído à parcela da empresa brasileira no negócio vendido. Ocorre que, não sendo disponível a eventual avaliação a valor econômico de toda a companhia vendida, não é possível realizar qualquer teste de consistência, para verificar se o preço que se propõe agora para os minoritários corresponde a 80% do que seria a participação proporcional da Companhia no valor econômico daquela que teve o controle alienado.

15. Portanto, os documentos e alegações apresentados não estabelecem qualquer relação com o preço pago pelo controle da controladora da Millenium, donde a CVM não pode aceitá-los como justificativa do preço da OPA, que, como visto, deve guardar relação com o preço pago no respectivo negócio de alienação de controle.

16. Não ignoro o fato de que o preço de qualquer negociação é livremente estabelecido entre as partes e que, justamente por isso, não raro, o preço pago por uma companhia não corresponde exatamente à soma de todos os seus ativos.

17. Contudo, o fato de o preço no caso poder, eventualmente, ter sido fixado nessas bases não pode servir como fundamento para que se deixe de apresentar qualquer fundamentação ou justificativa quanto ao preço proposto pelo ofertante que, afinal, tinha inegável conhecimento de que teria

que formular a OPA.

18. Como esclareceu o presidente Marcelo Trindade no caso da Arcelor, quando as partes não estabelecem contratualmente o valor da companhia indiretamente controlada por aquela cujo controle está sendo alienado, caberá à CVM buscar evidências que lhe permitam considerar justificada a demonstração de preço proporcional:

    "8. Pode ocorrer, contudo, que as partes não estabeleçam contratualmente esse valor, de forma explícita. Esse caminho da omissão certamente sujeitará o ofertante, o intermediário e os destinatários da oferta a significativo aumento das incertezas e riscos no processo de registro da oferta, pois a CVM deverá buscar evidências que lhe permitam considerar justificada a demonstração de preço proporcional, que tenha sido feita pelo ofertante para atender à Instrução 361/02."

19. Em busca dessas evidências, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE formulou uma série de exigências, as quais não só esclareciam o mandato legal desta CVM na análise da OPA, como também buscaram elementos que pudessem ser levados em conta para considerar justificada a demonstração de preço apresentada pelo ofertante.

20. Talvez, se o ofertante tivesse esclarecido à SRE algumas dessas questões, principalmente aquelas resumidas no memorando submetido a este Colegiado, a conclusão da SRE tivesse sido diferente.

21. De fato, havendo semelhança entre o valor patrimonial dos ativos de química inorgânica da controladora (aí incluída a Millenium) e o preço praticado no negócio de venda desse controle, cabem esclarecimentos quanto à não utilização do valor patrimonial dos ativos para fins da definição do preço de controle da controladora.

22. Havendo evidências nos autos de que esses mesmos ativos foram reavaliados, aparentemente para fins da operação de venda de controle, cabem esclarecimentos quanto ao valor da Millenium nessa reavaliação e quanto à declaração do ofertante de que os ativos de química inorgânica jamais foram considerados durante o período de negociação do preço do controle da controladora.

23. Enfim, assim como ocorreu nos precedentes da OPA da Aço Villares – quando o ofertante declarou a metodologia utilizada na operação de venda de controle e, a partir dela, definiu o valor pago pela companhia brasileira – e da OPA da Arcelor – em que o ofertante aplicou o mesmo critério utilizado para calcular o preço de venda de controle (EBITDA) para avaliar o valor da companhia brasileira – deveria ter o ofertante demonstrado, como disse expressamente a SRE em suas exigências, a partir do preço pago pelo controle da controladora, o valor que corresponderia ao ativo brasileiro.

24. Não tendo qualquer evidência capaz de comprovar a correlação entre o preço proposto para a OPA e o preço do negócio de alienação de controle que ensejou a necessidade de realização da OPA, não restou outra alternativa à SRE senão indeferir o registro da OPA.

(1) Texto original, do email às fls. 960: *"...To reiterate, this wasn't a 'valuation' exercise as much as a financing consideration…".*

Rio de Janeiro, 4 de março de 2008.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

Presidente