



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Para: SRE

MEMO/SRE/GER-1/Nº 61/2014

De: GER-1

Data: 13/08/2014

Assunto: Pedido de Reconsideração de Decisão do Colegiado. OPA por aumento de participação. Banco Sofisa S.A.— Processo CVM nº RJ-2014-4397

Senhor Superintendente,

Trata-se de expediente protocolado na CVM em 22/07/2014, por meio do qual POLO Fundo de Investimento em Ações (“Recorrente”) solicita a reconsideração da decisão do Colegiado da CVM que, em reunião datada de 20/05/2014, negou provimento ao recurso interposto pelo mesmo contra a decisão da SRE, quanto à determinação de que os destinatários da OPA por aumento de participação do Banco Sofisa S.A. (“Companhia”), ainda a ser realizada, fossem definidos conforme decisão do Colegiado da CVM datada de 21/01/2003, no âmbito da OPA por alienação de controle de Francisco Stédile S.A. (Processo CVM nº RJ-2002-7383).

Todo o histórico do presente Processo encontra-se descrito no MEMO/SRE/GER-1/Nº 32/2014 (fls. 87 a 112), por meio do qual submetemos o recurso ao Colegiado da CVM à época.

Assim, descreveremos abaixo, de forma sucinta, apenas as alegações constantes do expediente mencionado acima, no âmbito do atual pedido de reconsideração.

### I. ALEGAÇÕES DO RECORRENTE

1.1 O Recorrente fundamenta o presente Pedido de Reconsideração na forma transcrita abaixo, com os grifos originais:

[...]

#### III. Mérito: Erro na Decisão - Premissa Basilar Equivocada

22. Conforme os itens 3.19 a 3.21 do Memo SRE, a CVM assumiu, como premissa para a formação de sua decisão, que os acionistas que adquiriram ações da Companhia depois de 26 de dezembro de 2008 – data da ultrapassagem do limite mínimo de ações em circulação - o fizeram cientes do cenário de notória redução de liquidez dos papéis da Companhia.

23. Esta premissa, no entanto, é equivocada, e sua adoção compromete, necessariamente, as conclusões adotadas pela SRE e acatadas pelo Colegiado.

24. A demonstração do equívoco da premissa é simples. Aliás, não poderia ser mais objetiva, na medida em que, como a própria CVM reconheceu, a aquisição de ações pelo grupo controlador não era corretamente informada ao mercado (seja no âmbito do Formulário de Informações Anuais, seja no Formulário de Referência). Ou seja, aos olhos do mercado e da CVM, a Companhia estaria devidamente enquadrada no que toca à liquidez das ações de sua emissão. Era isso o que constava das informações disponíveis ao público, e foi nisso que se fiaram aqueles que adquiriram tais ações.

25. Portanto, quem adquiriu ações após 26 de dezembro de 2008 não sabia que estava operando em um cenário de liquidez restrita e ignorou um dado essencial na formação do preço das ações negociadas. Dito de outra forma, o desconto no valor das ações foi consequência de uma situação de restrição de liquidez que era conhecida apenas pelo grupo controlador.

26. Com efeito, a participação detida por parte do bloco controlador estava sendo computada como “*free float*”. Ao agir de tal forma, o grupo controlador e a Companhia sonegaram, ao mercado e à própria CVM, um dado crítico, qual seja, que as ações de emissão da Companhia se encontravam com liquidez restrita (e assim permanecem) em função de aquisições realizadas pelos acionistas controladores.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

27. Por consequência, não se pode afirmar que “*notadamente há uma diferença entre efeitos dessa restrição para os acionistas que detêm ações de emissão da Companhia desde antes da ocorrência da aquisição de mais de 1/3 de ações em circulação por parte do controlador e pessoas vinculadas e aqueles que adquiriram ações após tal fato*”, como consta do Memo SRE.

28. Ora, se o mercado foi levado a erro com relação ao patamar de liquidez das ações da Companhia, é equivocado o entendimento refletido no Memo SRE no sentido de que aqueles que adquiriram ações da Companhia após 26 de dezembro de 2008 estavam conscientes das condições de liquidez dos papéis. De fato, o que há de notório é o descumprimento das obrigações de *disclosure* pela Companhia e por seus controladores.

29. Como o equívoco desta premissa pode ser verificado de forma totalmente objetiva, espera o Recorrente que a CVM reconsidere suas premissas e, à luz de premissas adequadas, reveja seu entendimento quanto ao objeto do Recurso.

### **IV. Mérito (2): Ausência de Relação entre Precedente e a Matéria do Recurso. Omissão.**

30. A analogia proposta pela SRE em relação ao Caso Fras-Le deriva da mesma premissa equivocada, uma vez que esse é o ponto nodal que supostamente permitiria a diferenciação no tratamento aos acionistas não controladores.

31. E aqui se evidencia mais um aspecto da Decisão que justifica sua reconsideração. Como ficou claro nas manifestações do Recorrente, especialmente no Recurso, o Caso Fras-Le tratava de hipótese de todo distinta. Enquanto neste caso a OPA é exigida por aumento de participação, em Fras-Le a hipótese era de alienação de controle.

32. Portanto, se em Fras-Le o bem jurídico tutelado era o direito ao compartilhamento do prêmio de controle, no presente caso cuida-se da preservação de níveis mínimos de liquidez.

33. Sendo assim, as razões que em Fras-Le justificaram a demarcação da base acionária elegível para receber a OPA por alienação de participação não se aplicam no caso ora sob discussão.

34. Apesar de essa questão ter sido suscitada no Recurso, o Memo SRE não apresenta, em nenhum momento, qualquer comentário que permita deduzir as razões pelas quais a CVM entende que as marcantes diferenças entre um caso e outro não representam impeditivo para que se usem os parâmetros de um na decisão de outro.

35. Embora a pergunta tenha sido feita diretamente no Recurso, o Memo SRE é absolutamente omissivo em tal aspecto.

### **V. Mérito (3): Contradição na Fundamentação da Decisão.**

36. No entender do Recorrente, a consequência mais grave da Decisão é o tratamento diferenciado dado a titulares de um mesmo direito.

37. Ao procurar justificar seu entendimento em sentido contrário, a SRE afirma, no item 3.25 do Memo SRE:

*“No nosso entendimento, não se está fazendo distinção entre ações afetadas, bem como não se está tratando de forma diferenciada titulares de ações em circulação da Companhia, pois, se hipoteticamente, todos os acionistas titulares de ações em circulação antes da ultrapassagem dos 1/3 e aquisições remanescessem com sua posição acionária até a data de realização da OPA por aumento de participação, tal OPA teria como destinatários todos os acionistas titulares de ações em circulação”.* (grifou-se)

38. Logo a seguir, no item 3.26, a SRE se posiciona em outro sentido:

*“Dessa forma, não se está distinguindo ações de uma mesma espécie, e sim os destinatários que foram afetados pelo aumento de participação acionária por parte dos controladores ou acionistas vinculados da Companhia no momento em que se verificou tal condição, de forma análoga ao caso de Fras-Le, em que não foram distinguidas as ações ordinárias, mas sim os destinatários que foram afetados em tempo pretérito pela alienação de controle daquela companhia”.* (grifou-se)

39. A clara contradição entre o que se afirma em um parágrafo e no imediatamente seguinte – enquanto o primeiro diz que não houve tratamento diferenciado entre acionistas, o segundo reconhece ter havido –



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

chama a atenção do leitor e também deve ensejar uma revisão do entendimento da CVM no que toca ao mérito do Recurso.

### VI. Mérito (4): Omissão Crucial.

40. No item 3.20 do Memo SRE, afirma-se que somente seria possível tutelar, no presente caso, “*aqueles acionistas que detinham ações preferenciais da Companhia antes do evento de restrição de liquidez e que ainda as detêm, dando a eles um evento de liquidez para que possam se desfazer das suas ações em uma OPA, se assim desejarem.*”

41. Tal afirmação dá margem a duas dúvidas. Em primeiro lugar, isso significa que a decisão pela fixação da base acionária apenas até o dia 26 de dezembro de 2008 se deu por ser, supostamente, a única medida possível?

42. Em segundo lugar, por que não seria possível tutelar os titulares de ações em circulação até uma data posterior? Por exemplo, a data da realização da OPA, a data do protocolo da reclamação, ou a data da publicação da Decisão?

43. Trata-se de aspecto crucial do arrazoado que fundamenta a Decisão e que, infelizmente, a SRE não cuidou de esclarecer. Essa omissão precisa ser sanada de forma a se permitir a devida compreensão do entendimento da CVM.

### VII. Conclusão e Pedido.

44. Que a decisão recorrida reflete tratamento diferenciado, e não justificado, entre titulares de ações da Companhia, isso é claro. Tampouco é duvidoso que a consequência desse tratamento diferenciado será o enorme prejuízo dos acionistas que, de boa fé, e confiando nas informações disponíveis nos meios públicos disciplinados pela CVM, adquiriram e mantiveram ações de emissão da Companhia, acreditando que esta se encontrava devidamente enquadrada.

45. Com efeito, a manutenção da Decisão pode ter ainda mais uma implicação indesejada. Isto porque, se a totalidade dos acionistas integrantes do público alvo determinado na Decisão aderir à OPA, o *free float* da Companhia se tornará ainda menor; se não for irrisório, será muito pequeno, já que o principal acionista não controlador da Companhia é o Recorrente.

46. Assim, restaria inócuo um dos objetivos da lei societária, que é a proteção contra o chamado “*fechamento branco de capital*”, ficando os acionistas remanescentes a mercê dos acionistas controladores, em situação negocial extremamente desfavorável, praticamente hipossuficientes, devendo aguardar que os acionistas controladores ou decidam pelo fechamento do capital da Companhia ou adquiram mais papéis.

47. Diante de todo o exposto, o Recorrente requer:

(i) Que o presente Pedido de Reconsideração seja submetido ao Colegiado;

(ii) Que sejam reconhecidos os erros, contradições e omissões apontados na Decisão, de forma que o Colegiado possa reavaliar o caso sob a perspectiva adequada, e aprecie o caso à luz do descumprimento dos deveres de *disclosure* pela Companhia e pelos seus controladores, que induziram a erro os acionistas e a própria CVM; e

(iii) Que, ao final, após analisar e corrigir os erros, contradições e omissões apontados, o Colegiado da CVM esclareça que os destinatários da OPA por aumento de participação da Companhia deverão ser definidos com base na ICVM 361, de forma que a referida OPA seja destinada a todos os titulares de ações preferenciais de emissão da Companhia na data da OPA.

## II. NOSSAS CONSIDERAÇÕES

2.1 Preliminarmente, notamos haver previsão normativa para que o recorrente alegue erro, omissão, obscuridade ou inexatidões materiais em Decisões do Colegiado, nos termos do item IX da Deliberação CVM nº 463/03, conforme transcrito abaixo:

IX - A requerimento de membro do Colegiado, do Superintendente que houver proferido a decisão recorrida, ou do próprio recorrente, o Colegiado apreciará a alegação de existência de erro, omissão, obscuridade ou inexatidões materiais na



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

decisão, contradição entre a decisão e os seus fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, corrigindo-os se for o caso, sendo o requerimento encaminhado ao Diretor que tiver redigido o voto vencedor no exame do recurso, no mesmo prazo previsto no item I, e por ele submetido ao Colegiado para deliberação.

2.2 Quanto ao conteúdo do pleito atual, conforme consta do expediente protocolado em 22/07/2014, resumido na seção “I. Alegações do Recorrente” deste Memorando, verificamos que o Recorrente alega que a decisão do Colegiado da CVM de negar provimento ao seu recurso interposto contra a conclusão da SRE quanto à determinação dos destinatários da OPA por aumento de participação do Banco Sofisa S.A. deve ser reconsiderada por ter-se fundamentado em erros e omissões, quais sejam:

2.2.1 Erro na Decisão - Premissa Basilar Equivocada – Segundo o Recorrente, a CVM assumiu, como premissa para a formação de sua decisão, que os acionistas que adquiriram ações da Companhia depois de 26 de dezembro de 2008 – data da ultrapassagem do limite mínimo de ações em circulação – o fizeram cientes do cenário de notória redução de liquidez dos papéis da Companhia.

2.2.2 Ausência de Relação entre Precedente e a Matéria do Recurso – Segundo o Recorrente, a analogia proposta pela SRE em relação ao Caso Fras-Le deriva da mesma premissa equivocada acima, uma vez que esse é o ponto nodal que supostamente permitiria a diferenciação no tratamento aos acionistas não controladores.

2.2.3 Contradição na Fundamentação da Decisão. Segundo o Recorrente, a consequência mais grave da Decisão é o tratamento diferenciado dado a titulares de um mesmo direito.

2.2.4 Omissão Crucial. Segundo o Recorrente, há omissão quanto à fixação da base acionária a ser tutelada na realização da OPA por aumento de participação, pois a SRE afirmou que a medida possível seria tutelar aqueles acionistas que detinham ações da Companhia anteriormente à 26/12/2008 e que ainda as detêm.

2.3 Quanto ao tema mencionado no primeiro ponto (item 2.2.1 acima), em que o Recorrente alega “Erro na decisão – premissa basilar equivocada”, ao defender que a SRE assumiu que os acionistas que adquiriram ações da Companhia após a data de corte de 26/12/2008 – momento em que ocorreu a ultrapassagem do limite de 1/3 de aquisição de ações em circulação por parte de acionistas vinculados à controladora – tinham ciência de tal redução, entendemos o que segue.

2.4 De fato, o que a SRE argumentou quanto a esse ponto, nos parágrafos 3.19 a 3.21 do MEMO/SRE/GER-1/Nº 32/2014, abaixo descritos, é que os titulares de ações em circulação da Companhia não seriam afetados igualmente pela restrição de liquidez causada pelas aquisições de ações da Companhia por pessoas vinculadas, fato que dependia da data em que adquiriram suas ações:

3.19 Em que pese as alegações da Recorrente de que “A restrição de liquidez dos papéis da Companhia é algo que afeta a todos os atuais acionistas, independentemente do momento em que tenham adquirido suas ações”, notadamente há uma diferença entre os efeitos dessa restrição para os acionistas que detêm ações de emissão da Companhia desde antes da ocorrência da aquisição de mais de 1/3 de ações em circulação por parte do controlador e pessoas vinculadas e aqueles que adquiriram ações após tal fato, quando a negociação das ações preferenciais da Companhia já se encontrava com liquidez restrita.

3.20 O que acreditamos que seja possível tutelar, no presente caso, são aqueles acionistas que detinham ações preferenciais da Companhia antes do evento de restrição de liquidez e que ainda as detêm, dando a eles um evento de liquidez para que possam se desfazer das suas ações em uma OPA, se assim desejarem.

3.21 Quanto aos demais acionistas, não concordamos que o presente entendimento os deixaria “inexplicavelmente desprotegidos com relação aos efeitos da redução de liquidez”, tendo em vista que já adquiriram as ações após as aquisições de mais de 1/3 das ações em circulação por parte do controlador e de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

pessoas vinculadas, ou seja, já adquiriram ações em momento em que sua liquidez já havia sido reduzida dentro dos parâmetros previstos para realização da OPA por aumento de participação.

2.5 Como se verifica acima, nosso entendimento é de que, não obstante “a aquisição de ações pelo grupo controlador não era (fosse) corretamente informada ao mercado (seja no âmbito do Formulário de Informações Anuais, seja no Formulário de Referência)”, conforme bem alega o Recorrente, os efeitos da redução da liquidez já eram percebidos pelo mercado, motivo pelo qual os acionistas que adquiriram após 26/12/2008 já o fizeram sob essa nova condição de liquidez reduzida, não devendo, assim, ser objetos da tutela pretendida pela OPA por aumento de participação, para esse caso específico, dado o lapso de tempo entre a data de seu fato gerador e a data de sua efetiva realização.

2.6 Em relação ao segundo ponto (item 2.2.2 acima), de que haveria “Ausência de Relação entre Precedente e a Matéria do Recurso”, expusemos no MEMO/SRE/GER-1/Nº 32/2014 (fls.87 a 112) as relações existentes entre o precedente e o presente caso, e porque não os consideramos como sendo distintos, e sim comparáveis, conforme transcrevemos abaixo:

[...]

3.1 Devido às peculiaridades do presente caso, mais especificamente quanto ao momento em que teria incidido o fato gerador da OPA, há cerca de seis anos, esta área técnica determinou, conforme consta do MEMO/SRE/GER-1/Nº 17/2014 (fls. 22 a 81), que os destinatários desta OPA fossem definidos conforme decisão do Colegiado da CVM datada de 21/01/2003, no âmbito da OPA por alienação de controle de Francisco Stédile S.A. (“Fras-le”), tratado no Processo CVM nº RJ-2002-7383.

3.2 A referida alienação de controle de Francisco Stédile S.A. teve como alienante a Participale Administração e Participações Ltda. e como adquirente a Randon Participações S.A. (“Randon”), tendo sido finalizada em 10/01/1996, e seguida de protocolo na CVM do pedido de registro de OPA por alienação de controle.

3.3 Em 13 de março de 1996, a CVM suspendeu aquela oferta e abriu o Inquérito Administrativo CVM nº 27/99 de forma a apurar a eventual ocorrência de irregularidades na alienação de controle.

3.4 Tal Inquérito Administrativo foi julgado em reunião do colegiado de 28/03/2002, e, entre outras deliberações, decidiu pela retomada da OPA por alienação de controle de Fras-le, por conta e ordem de Randon.

3.5 De forma a verificar quais seriam os destinatários da referida oferta, 6 anos após o seu fato gerador, a SRE consultou a Procuradoria da CVM (“PJU”) sobre o tema, questionando se a OPA deveria ser realizada somente com relação aos antigos acionistas (titulares de ações em 1996) ou estendida a todos os acionistas, atuais ou antigos.

3.6 Primeiramente, a Procuradora Federal responsável entendeu que não haveria como realizar a OPA somente para os antigos acionistas, até porque a OPA que deveria ter sido realizada em 1996 alcançaria todas as ações em circulação e, hoje, deveria ter o mesmo condão, ou seja, o de alcançar todas as ações em circulação.

3.7 Por sua vez, o Procurador Chefe da CVM entendeu de forma diversa, da seguinte forma:

*“(…) A decisão de retomada imediata da oferta pública, em que pese tecnicamente correta, afigura-se, senão impossível, de difícilíssima liquidação.*

*Com efeito, os destinatários dessa oferta pública não podem ser outros que não os acionistas minoritários da Fras-le à época da alienação do controle acionário e tendo como base o exato montante de ações por eles detidos naquele tempo.*

*Ocorre que, decorridos cerca de seis anos do evento, e após diversas transferências de propriedade de ações, resta praticamente inviável restabelecer a exata composição acionária para os efeitos da oferta que se impõe. Ademais, para cada acionista beneficiário dever-se-ia considerar, no cálculo do quinhão que ora lhe caberia, não só o valor da ação à época acrescido do ágio pago pelo controle, como também dever-se-ia considerar, no cálculo do quinhão que ora lhe caberia, não só o valor da ação à época acrescido do ágio pago pelo controle, como também dever-se-ia descontar a quantia por ele obtida caso tenha posteriormente alienado suas ações.*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*Destarte, entendo que a solução mais viável no presente caso seria a realização da oferta pública apenas para aqueles acionistas detentores de participações minoritárias na companhia à época da alienação do controle. Aos demais acionistas que já alienaram suas participações restaria buscar junto à Randon ou ao Poder Judiciário ressarcimento do seu prejuízo."*

3.8 De acordo com o entendimento acima, a SRE determinou que "A OPA deve [deveria] destinar-se aos atuais acionistas que detinham ações ordinárias em circulação à época da alienação do controle."

3.9 A Randon interpôs recurso contra a decisão supra, e o Colegiado da CVM, por sua vez, corroborou o entendimento da SRE em decisão de 21/01/2003, conforme consta do voto do então diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, transcrito abaixo, o qual foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado:

*"Assunto: Recurso contra decisão que determinou realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA)*

*Interessados: Randon Participações S.A.*

*Relator: Luiz Antonio de Sampaio Campos*

*Senhores Membros do Colegiado,*

1. *Insurge-se a Randon Participações S.A. contra a decisão do Colegiado desta Autarquia, tomada em reunião de 28/03/02 e durante a apreciação de Relatório da Comissão de Inquérito nomeada para apurar a eventual ocorrência de irregularidades na alienação do controle acionário da Francisco Stédile S.A. ("Fras-Le"), quando se determinou que a Randon desse prosseguimento à oferta pública de aquisição de ações ordinárias da Fras-Le exigida pelo art. 254 da Lei nº 6.404/76.*

2. *A oferta pública de aquisição ("OPA") em questão ficou suspensa por determinação da então Gerência de Operações Especiais – GEO, como tive a oportunidade de mencionar no Relatório apresentado ao Colegiado naquela reunião, cujo seguinte trecho transcrevo:*

*"2. O presente processo teve início, em fevereiro de 1996, com os trabalhos de análise desenvolvidos pela Gerência de Operações Especiais – GEO na documentação referente à Oferta Pública de Compra de Ações Ordinárias Escriturais de Emissão da Fras-Le por conta e ordem da Randon, coordenada pelo Banco Bradesco S.A. Na mesma ocasião, a GEO analisou a possível necessidade de realização de oferta pública, nos termos do então vigente art. 254 da Lei nº 6.404/76, em razão da aquisição pela Participale do controle da Agrale S.A. ("Agrale"), tendo sido posteriormente apresentada à CVM a documentação relativa a tal oferta pública.*

*3. Estava-se diante, portanto, de uma operação de reestruturação societária de sociedades controladas pela Família Stedile, que resultou na alienação apenas do controle da sociedade Fras-Le ao grupo Randon, permanecendo a Agrale como companhia do grupo Stedile.*

*4. Em razão da ocorrência de alguns desvios observados e na necessidade da obtenção de maiores esclarecimentos e informações sobre as operações, a GEO entendeu necessário suspender a aprovação das ofertas públicas, o que veio a interromper o prazo estabelecido no item VII da Resolução CMN nº 401/76. As diligências em seguida realizadas apontaram existência de fortes indícios de irregularidades, o que ensejou a propositura de abertura do presente inquérito administrativo. (...)*

*22. Ao final, a Comissão de Inquérito ressalta que a GEO suspendera o prazo estabelecido na Resolução CMN nº 401/76 para a aprovação das ofertas públicas de compra de ações da Fras-Le e da Agrale anteriormente mencionadas, pelo que seria necessário que se desse prosseguimento às providências cabíveis."*

3. *Portanto, findos os trabalhos da Comissão de Inquérito, ato contínuo, determinou-se que fosse informada o adquirente do controle da necessidade de levar em adiante a oferta pública.*

4. *Em 08/08/02, em resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº897/2002 (fls. 21), pelo qual a SRE informou que deveria ser retomado o procedimento de registro da OPA de ações da Fras-Le, a Randon encaminhou pleito de reconsideração daquela decisão (fls. 22/24), em razão do seguinte:*

*i. em 10/01/96, a Participale Administração e Participações Ltda., ex-controladora da Fras-le S.A., alienou o controle acionário desta à Randon, que passou a deter 57,66% do capital*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

votante da *Fras-le*, remanescendo em circulação no mercado cerca de 42,33% das ações ordinárias de emissão da *Fras-Le*;

ii. imediatamente após a transferência de controle, a *Randon* teria encaminhado à CVM pedido de registro de oferta pública, com o objetivo de dar cumprimento ao então vigente artigo 254 da Lei nº 6.404/76;

iii. após exame da minuta oficial do Edital de Oferta Pública, a CVM solicitou à *Randon* o envio de documentos e declarou suspenso o prazo de até 45 dias para aprovação do instrumento da Oferta Pública;

iv. a CVM não teria mais se manifestado a respeito, até que em 24/07/02 teria sido expedido o ofício determinando que a *Randon* retomasse o procedimento de registro da oferta pública;

v. não se justificaria agora a oferta pública, em especial nos termos em que requerido, pois: (1) quase a totalidade das ações em circulação na época da aquisição do controle da *Fras-Le* já teriam sido negociadas e adquiridas pela *Randon*, restando menos de 1% de *free-float*; e (2) após a alienação do controle, houve rodadas de aumento de capital para ingresso de novos acionistas, estando hoje 99,90% das ações ordinárias concentradas em 3 acionistas (*Randon*, *Previ* e *Petros*);

vi. seria inaplicável a determinação de que fosse observada as normas da Instrução CVM nº 361/02, pois caracterizar-se-ia como aplicação irretroativa da norma;

vii. mesmo que aplicável fosse, os custos de avaliação, contratação de instituição financeira e publicação de editais seria incompatíveis (provavelmente maiores) com o valor da oferta, bem como passados 6 anos, a atual situação financeira e patrimonial da *Fras-Le* não representada aquela da data de alienação do controle, quando o patrimônio líquido era negativo.

5. A GER-1 solicitou que a Procuradoria desta Autarquia se manifestasse sobre o conceito de "ações em circulação", para fins de definição dos destinatários de uma OPA. Foi elaborado o MEMO/CVM/GJU-1/Nº175/02 (fls. 25/26), tendo a procuradora-sinatária concluído que, diante da definição constante do art. 3º, inciso III da Instrução CVM nº 361/02, que estabelece que "ações em circulação são todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionistas controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria", não haveria como realizar a OPA somente para os antigos acionistas, até porque a OPA que deveria ter sido realizada em 1996 alcançaria todas as ações em circulação, e, hoje, deveria ter o mesmo condão.

6. Ao despachar o Memo citado, o subprocurador-chefe da GJU-1 discordou da conclusão nele contida, afirmando que, em que pese tecnicamente correta, afigurar-se-ia, senão impossível, de difícil liquidação, uma vez que, decorridos 6 anos do evento, e após diversas transferências de propriedade das ações, resta praticamente inviável restabelecer a exata composição acionária para os efeitos da oferta que se impõe. Destaca ainda que, para cada acionista beneficiário dever-se-ia considerar, no cálculo do quinhão que ora lhe caberia, não só o valor da ação à época acrescido do ágio pago pelo controle, como também dever-se-ia descontar a quantia por ele obtida caso tenha posteriormente alienado suas ações (fls. 27).

7. Assim, a solução mais viável, no entender do titular da GJU-1, seria realizar a OPA apenas para os acionistas detentores de participações minoritárias na companhia à época da alienação do controle, sendo certo que, aos demais acionistas que já alienaram suas participações, restaria buscar junto à *Randon* ou ao Poder Judiciário o ressarcimento do seu prejuízo.

8. A SRE, em 30/09/02, reiterou a necessidade de a *Randon* proceder à realização da OPA, destacando que a oferta deveria se destinar somente "aos atuais acionistas que detinham ações ordinárias à época da alienação de controle" (fls. 28).

9. Em 17/10/02, a *Randon* protocolou expediente, encaminhado ao Presidente da CVM, manifestando novamente a sua discordância quanto à necessidade de realização da OPA e solicitando que tal expediente fosse acolhido como recurso, submetendo-o ao Colegiado, no sentido de que seja reconsiderada a decisão de 28/03/02 (fls. 02/05). Em razão de ter sido o relator do voto que determinou a realização da OPA em questão, o processo me foi encaminhado para análise.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

10. Além das alegações citadas anteriormente, a Randon argumenta, em suas razões de recurso, que:

i. a norma (Instrução CVM nº 361/02) não teria o caráter de fornecer elementos de valor para o acionista minoritário avaliar a proposta (oferta pública);

ii. o procedimento exigido em nada contribuiria para o melhor juízo do investidor em relação à Oferta, sendo inócuo em relação ao objetivo que se propõe;

iii. a aplicação da norma deveria ter alguma finalidade objetiva, material e concreta;

iv. a excepcionalidade do caso em tela, que se enquadraria no que prevê o artigo 34 da Instrução CVM nº 361/2002, se faz presente pois: (1) os custos dos serviços de avaliação, contratação de instituição financeira e publicação dos editais são incompatíveis – e provavelmente maiores – com o valor da oferta; e (2) a atual situação patrimonial e financeira da Fras-Le é incomparável com a situação da época da aquisição do controle.

10. A Gerência de Registro-1, no MEMO/SRE/GER-1/Nº 229/2002, tece as seguintes considerações (fls. 29/35):

i. a norma legal que dispunha sobre a matéria era o artigo 254 da Lei 6.404/76;

ii. as alegações relativas às ações existentes à época da alienação ainda em circulação, à concentração da propriedade das ações da Fras-le ainda em circulação e aos custos inerentes à realização da OPA não desqualificam, nos termos da norma acima citada, a necessidade da Randon proceder a OPA por alienação de controle da Fras-le;

iii. a PJU manifestou seu entendimento (fls. 25 a 27) de que "a solução mais viável no presente caso seria a realização da oferta pública apenas para aqueles acionistas detentores de participações na companhia à época da alienação do controle. Aos demais acionistas que já alienaram suas participações restaria buscar junto à Randon ou ao Poder Judiciário o ressarcimento de seu prejuízo";

iv. a Instrução é uma norma meramente procedimental, as condições previstas em Lei para que haja necessidade de proceder à OPA já estavam presentes quando da alienação do controle da Fras-le em 1996;

v. os acionistas detentores das ações ordinárias em circulação, existentes à ocasião da alienação, não podem ser penalizados com a não realização da OPA;

vi. a Instrução, em seu artigo 8º, ao exigir que seja elaborado laudo de avaliação da companhia objeto da alienação de controle, visa a fornecer elementos para que o público alvo da OPA possua mais subsídios para exercer uma tomada racional de decisão quanto à aceitação ou não da Oferta;

vii. o laudo a ser elaborado avaliará a situação patrimonial e as projeções da empresa à época de sua elaboração;

viii. o objetivo da OPA em referência seria permitir, aos acionistas detentores de ações da Fras-le em circulação à época da alienação do controle da companhia e que continuaram como acionistas da mesma, alienarem suas ações ao acionista controlador, decidindo sobre tal alienação de forma racional;

ix. a Randon entende estar enquadrada no artigo 34 da Instrução, no entanto a companhia não requereu a apreciação do Colegiado sobre a aplicabilidade da norma em tela, o que ela quer é que não seja obrigada a realizar procedimento algum e que o Processo seja arquivado;

x. ao não submeter seu entendimento ao Colegiado, requerendo que este analise se tal entendimento é procedente, a Randon não pode invocar a aplicabilidade do artigo.

11. Ao final, a SRE conclui que:

i. a Deliberação CVM nº 202/96 estabelece procedimentos a serem seguidos nos pedidos de recurso ao Colegiado de decisões dos Superintendentes dessa Comissão, o item VII da referida norma dispõe que "existindo erro e inexistências materiais na decisão, ou contradição entre a decisão e os fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, os mesmos serão corrigidos mediante requerimento de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*membro do Colegiado, do Superintendente ou do recorrente". A SRE entende que este item não se aplica à sua decisão questionada pela Randon;*

*ii. o Colegiado já deliberou que a Randon deve proceder a OPA em tela e não caberia a SRE questionar tal decisão proferida pelo Colegiado e sim fazer tal deliberação ser cumprida;*

*iii. o procedimento de oficiar a Randon com o intuito de comunicar a companhia sobre a necessidade de realizar a OPA, foi decorrente de uma decisão do Colegiado e não da área técnica. Portanto, a SRE não é competente para acatar ou não o pleito da Randon, mesmo que o considerasse conveniente e oportuno;*

*iv. a SRE alerta que caso deseje, a Randon pode requerer a esta Comissão que seja submetida à apreciação do Colegiado a possibilidade da aplicação da norma prevista pelo artigo 34 da Instrução CVM nº 361/02.*

*12. Entendo que o presente processo deve ser recebido na forma de pedido de reconsideração da decisão do Colegiado tomada em reunião de 28/03/02, recurso este previsto no item VII da Deliberação nº 202/96, in verbis:*

*"VII. Existindo erro e inexatidões materiais na decisão, ou contradição entre a decisão e os fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, os mesmos serão corrigidos mediante requerimento de membro do Colegiado, do Superintendente ou do recorrente, observando-se que: (...)"*

*13. A meu ver, deve o recurso ter negado seu provimento, apesar de a Randon ter, em parte, razão no que alega, o que poderá ser considerado num eventual requerimento de procedimento diferenciado de OPA, como se verá abaixo.*

*14. Deve-se negar provimento ao recurso porque o pedido nele incluso, para que não seja realizada a OPA por alienação de controle da Fras-Le, não procede. A Randon alega que não mais seria necessária ou obrigatória a realização da OPA, seja pela revogação do então vigente artigo 254 da Lei nº 6.404/76, seja em razão do decurso de mais de 6 anos da realização do negócio jurídico que a motivava.*

*15. Em 1996, quando da alienação de controle da Fras-le, deveria ter sido realizada OPA para que fosse assegurado tratamento igualitário aos minoritários de acordo com o parágrafo primeiro do artigo 254 da Lei nº 6.404/76, vigente à época. No entanto, tais procedimentos para realização dessa OPA foram suspensos.*

*16. O fato de o artigo 254 da Lei nº 6.404/76 ter sido revogado não extingue o direito dos minoritários de receber tal tratamento igualitário, através da realização da OPA, perdurando tal obrigação do adquirente do controle mesmo depois da revogação da norma. Ainda neste particular, tampouco se pode falar de retroatividade da norma mais benigna que revoga a norma anterior, porquanto não se está aqui tratando de matéria penal, e sim de uma obrigação de caráter civil.*

*17. Aliás, e a bem da verdade, a teor da redação original do art. 254 da Lei nº 6.404/76 e do disposto na Resolução CMN nº 401/76, a realização da oferta pública é uma das condições para que a alienação de controle seja definitiva, vez que se trata de condição resolutive da operação de alienação de controle, o que poderia, inclusive, vir a permitir a desconstituição do negócio jurídico.*

*18. Com relação ao tempo decorrido sem que a CVM se manifestasse a respeito da oferta pública, neste período foram realizados os trabalhos de averiguação quanto à suspeita de que o preço pago pelo controle teria sido vil, em decorrência de operações societárias que, segundo a Comissão de Inquérito nomeada para apurar as irregularidades descritas no IA nº 27/99, teriam objetivado mascarar o verdadeiro preço pago pelo controle.*

*19. Tal fato, no entanto, também não teria o condão de afastar a obrigação de realizar a oferta pública, inclusive porque os acionistas detentores das ações ordinárias em circulação à ocasião da alienação não podem ser penalizados com a não realização da OPA.*

*20. Nesse particular, deveria o adquirente do controle empenhar-se para realizar a oferta pública o quanto antes, porquanto, como visto acima, somente após a sua concretização é que a aquisição do controle acionário será definitiva, pois aí terá sido afastada a condição resolutive.*

*21. Quanto ao fato de a Instrução CVM nº 361/02 ter entrado em vigor após o acontecimento dos fatos, deve-se salientar que tal normativo tem caráter meramente procedimental, e, por se tratar de*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*norma desta natureza, os procedimentos para realização da OPA devem ser regidos de acordo com a norma vigente à época de sua realização.*

22. *E é justamente neste ponto que a Randon poderá vir a se beneficiar de expressa previsão da Instrução CVM nº 361/02 que estabelece a possibilidade de serem utilizados procedimentos diferenciados para situações excepcionais.*

23. (...)

24. *Portanto, parece-me que, se assim desejar, a Randon poderá propor procedimento diferenciado para ser adotado na OPA, visando adequá-la à situação excepcional da Fras-le.*

25. *Quanto aos destinatários da oferta, a OPA deverá ser dirigida apenas às ações ordinárias existentes à época da alienação do controle.*

26. *Por todo o acima exposto, voto no sentido de se manter a decisão anterior do Colegiado de determinar à Randon que realize a OPA por alienação de controle da Fras-Le, dando-se prosseguimento às providências necessárias para tanto, sem prejuízo de que, assim desejando, venha a ser requerido procedimento diferenciado de OPA, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02, o que deverá ser objeto de apreciação pelo Colegiado quando oportuno.*

*É o meu voto.”*

3.10 Conforme visto acima, somente após apuração da CVM verificou-se as condições e termos pelos quais se deu a alienação de controle de Fras-le, e somente após isso houve a determinação da realização de OPA por alienação de seu controle.

3.11 Quanto aos destinatários da referida OPA, conforme relatado pela PJU (parágrafo 3.7), a solução mais viável, 6 anos após a alienação de controle, seria realizar a OPA apenas para os acionistas detentores de participações minoritárias na companhia à época da referida alienação, cabendo aos demais acionistas que já tivessem alienado suas participações buscar junto à Randon ou ao Poder Judiciário o ressarcimento de seu prejuízo.

3.12 Embora a CVM realize investigações, sempre que se verifiquem indícios, de forma a apurar eventuais incidências de OPA, determinando sua realização dentro dos prazos regulamentares, no presente caso concreto tal apuração só se deu a partir de reclamação do ora Recorrente.

3.13 Com base naquela reclamação constatou-se que as aquisições de ações preferenciais em circulação do Banco Sofisa realizadas em conjunto pelas pessoas vinculadas, entre as datas 17/11/2008 e 26/12/2008, ultrapassaram o limite de 1/3 previsto no art. 26 da Instrução CVM 361, ensejando a OPA por aumento de participação de que trata o referido dispositivo.

3.14 Após a data de 26/12/2008, a quantidade de ações preferenciais em circulação do Banco Sofisa não foi restabelecida, inclusive continuou sendo reduzida por conta de outras aquisições feitas tanto pelas próprias pessoas vinculadas, quanto pela companhia e seus Administradores.

3.15 Assim, no caso concreto, bem como no precedente de Fras-le, a ocorrência que obrigaria à realização de OPA só foi verificada anos depois, tornando difícil que sua execução atendesse a todos os prejudicados pela sua não efetivação de forma tempestiva.

3.16 Entretanto, assim como no caso de Fras-le, o decurso de tempo não afasta a necessidade de se realizar uma OPA, visto que isso penalizaria os detentores de ações em circulação da Companhia, além de infringir textos legais e normativos.

3.17 Conforme verificado naquele caso de Fras-le, buscou-se então uma solução viável para a realização da OPA por alienação de controle, após tanto tempo, que fosse possível de ser operacionalizada, que tutelasse os acionistas minoritários e que cumprisse com os requisitos legais e normativos.

3.18 Analogamente, entendemos que a solução encontrada para a OPA de Fras-le seria a solução possível de ser efetivada no presente caso, mesmo com a ressalva de que a OPA por alienação de controle de Fras-le visava ao compartilhamento do prêmio de controle pago pelo adquirente de seu controle societário, enquanto a OPA por aumento de participação de Banco Sofisa visa à proteção contra o impedimento de liquidez causado pelo acionista controlador e pessoas vinculadas ao mesmo.

[...] (grifo atual)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.7 Da redação constante daquele Memorando, destacamos a parte grifada acima para concluirmos esse ponto (item 2.2.2 acima), entendendo não fazer sentido a seguinte alegação ora apresentada por parte do Recorrente: “embora a pergunta tenha sido feita diretamente no Recurso o Memo SRE é absolutamente omissivo em tal aspecto”.

2.8 De qualquer forma, ratificamos entendimento de que, embora a OPA por alienação de controle (caso Fras-le) e a OPA por aumento de participação (presente caso) visam à tutela de diferentes bens jurídicos, como bem alegou o Recorrente, a analogia do presente caso com o caso Fras-le faz sentido por conta do titulares dos diferentes bens que se pretendem tutelar, quais sejam, os acionistas que não alienaram suas ações após os eventos que ensejaram a necessidade de realização das diferentes modalidades de OPA ora comparadas.

2.9 O terceiro ponto alegado pelo Recorrente (item 2.2.3. acima) é de que haveria “Contradição na Fundamentação da Decisão”, pois a SRE teria conferido tratamento diferenciado entre acionistas. Para tanto alegou haver contradição nos parágrafos 3.25 e 3.26 do MEMO/SRE/GER-1/Nº 32/2014.

2.10 Discordamos de que as redações de tais parágrafos sejam contraditórias. De toda forma, como se verificará novamente abaixo, o que buscamos explicitar está em linha com o que já dissemos acima (parágrafo 2.8), quanto ao nosso entendimento de que os acionista a serem tutelados neste caso concreto são aqueles “que não alienaram suas ações após os eventos que ensejaram a necessidade de realização das diferentes modalidades de OPA ora comparadas”.

2.11 Seguem destacados abaixo os parágrafos 3.24 a 3.26 do MEMO/SRE/GER-1/Nº 32/2014 em que, diferentemente do Recorrente, entendemos ser claro sobre esse ponto:

3.24 Quanto a esse ponto, conforme preceitua o § 2º do art. 26 da Instrução CVM 361, a OPA por aumento de participação deve ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas.

3.25 No nosso entendimento não se está fazendo distinção entre ações afetadas, bem como não se está tratando de forma diferenciada titulares de ações em circulação da Companhia, pois, se hipoteticamente, todos os acionistas titulares de ações em circulação antes da ultrapassagem dos 1/3 de aquisições remanescessem com sua posição acionária até a data de realização da OPA por aumento de participação, tal OPA teria como destinatário todos os acionistas titulares de ações em circulação.

3.26 Dessa forma, não se está distinguindo ações de uma mesma espécie, e sim os destinatários que foram afetados pelo aumento de participação acionária por parte dos controladores ou acionistas vinculados da Companhia no momento em que se verificou tal condição, de forma análoga ao caso de Fras-le, em que não foram distinguidas as ações ordinárias, mas sim os destinatários que foram afetados em tempo pretérito pela alienação de controle daquela companhia.

2.12 O quarto ponto apontado pelo Recorrente (item 2.2.4 acima) é de que haveria “Omissão Crucial” quanto à fixação da data da base acionária (26/12/2008) a ser tutelada na realização da OPA por aumento de participação, e função do uso da palavra “possível”, constante da seguinte redação do item 3.20 do MEMO/SRE/GER-1/Nº 32/2014:

3.20 O que acreditamos que seja possível tutelar, no presente caso, são aqueles acionistas que detinham ações preferenciais da Companhia antes do evento de restrição de liquidez e que ainda as detêm, dando a eles um evento de liquidez para que possam se desfazer das suas ações em uma OPA, se assim desejarem. (grifo de agora)

2.13 Nesse sentido, o Recorrente apresenta os seguintes questionamentos: (i) seria essa “supostamente, a única medida possível?”; e (ii) “por que não seria possível tutelar os titulares de ações em circulação até uma data posterior?”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.14 Com vistas a esclarecer melhor o uso dessa expressão (“possível”), voltamos a mencionar que a fixação da data da base acionária (26/12/2008) a ser tutelada na realização da OPA por aumento de participação do Banco Sofisa S.A. teve como analogia o racional usado para caso Fras-le, já mencionado acima.

2.15 A expressão “possível”, então, é usada para indicar uma possibilidade. Não a única, mas a que entendemos ser a mais viável para o presente caso. Entendemos com isso ter respondido às duas perguntas.

2.16 Por fim, cabe ressaltar que, da mesma forma que o Recorrente, a Sra. Hilda Diruhy Burmaian, controladora do Banco Sofisa S.A., também entrou com pedido de reconsideração da decisão do Colegiado da CVM, quanto à necessidade de realização da OPA em tela, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2014-3723, o qual também será submetido ao Colegiado da CVM, na mesma data que o pleito ora analisado, por intermédio do MEMO/SRE/GER-1/Nº 60/2014.

2.17 Assim, as decisões do Colegiado da CVM quanto aos pleitos acima referidos terão relação entre si, no que diz respeito à manutenção ou não da necessidade de realização de OPA por aumento de participação do Banco Sofisa S.A. e da fixação da data base a ser tutelada na realização da OPA, se for o caso.

### III. CONCLUSÃO

3.1 Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente pedido de reconsideração de decisão do Colegiado da CVM à SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, nos termos do inciso IX da Deliberação CVM 463, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ratificando nosso entendimento de que a referida decisão quanto à data da base acionária a ser tutelada na realização da OPA por aumento de participação do Banco Sofisa S.A. seja 26/12/2008, em analogia ao caso Fras-le.

Atenciosamente,

*Original assinado por*  
GUSTAVO LUCHESE UNFER  
Analista GER-1

*Original assinado por*  
RICARDO MAIA DA SILVA  
Gerente de Registros -1

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

*Original assinado por*  
REGINALDO PEREIRA DE OLIVEIRA  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários