

Para: SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 153/2006

De: GER-1 DATA: 13/7/2006

Assunto: OPA com adoção de procedimento diferenciado de Embratel Participações S.A. – Artigo 34 da Instrução CVM nº 361/02 – Processo CVM Nº RJ/2006/3739

Senhora Superintendente,

Requer a Telmex Solutions Telecomunicações Ltda. ("Telmex" ou "Ofertante"), por meio de Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A. ("Intermediário" ou "Unibanco"), o registro de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") ordinárias e preferenciais para cancelamento de registro de companhia aberta de Embratel Participações S.A. ("Embrapar" ou "Companhia"), inscrita no CNPJ sob o nº 02.558.124/0001-12, utilizando-se de procedimento diferenciado, nos termos do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução").

Tal procedimento diferenciado consiste na extensão do prazo de 15 (quinze) dias previsto no art. 25 da Instrução, contados do recebimento dos demonstrativos sobre o leilão da OPA enviados pela bolsa de valores, para que a CVM proceda ao cancelamento do registro de companhia aberta, sobre o qual comentaremos adiante.

Ainda, com base no inciso X da Deliberação CVM nº 463/03, o Unibanco apresenta recurso contra o entendimento da SRE relativo ao cumprimento de exigência formulada pela área técnica constante do Laudo de Avaliação. Solicita o Intermediário que o Colegiado acate o atendimento de tal exigência em declaração apartada do aludido documento.

Além disso, cabe ressaltar que a viabilidade jurídica da presente operação foi questionada inicialmente pela Superintendência de Relações com Empresas, tendo em vista o entendimento preliminar do disposto no item 4.3 do Edital de Privatização do Sistema Telebrás (Edital MC/BNDES nº 01/98), acerca da possível obrigação de o controlador e de seus sucessores manterem as concessionárias vendidas como companhias de capital aberto.

O capital social da Embrapar é constituído por 988.758.654.307 ações, dividido em 512.480.331.944 ações ordinárias e 476.278.322.363 ações preferenciais.

Nesse particular, são objeto da OPA em tela 13.694.395.274 ações ordinárias, representando 2,7% do capital votante, e 259.013.829.057 ações preferenciais, representando 54,5% das ações desta espécie. Em conjunto, as ações-objeto são detidas por aproximadamente 3.300.000 acionistas e representam 27,6% do capital social da Companhia.

A Telmex se propõe a pagar aos acionistas que aceitarem a OPA o preço de R\$ 6,95 por lote de mil ações, atingindo o valor mínimo de R\$ 1.894.112.281,54, caso todos os acionistas alienem suas ações pelo referido preço.

Dentre os critérios constantes do Laudo de Avaliação, o fluxo de caixa descontado foi considerado pelo Banco ABN AMRO Real S.A. ("Avaliador") como o critério mais adequado para a definição do preço-justo de que trata o § 4º do art. 4º da Lei nº 6404/76.

A Embrapar, cujo patrimônio líquido é de R\$ 7.493.341 mil reais, conforme dados constantes do ITR de 31.3.2006, tem por objeto social (i) exercer o controle da Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – EMBRATEL, bem como de suas demais controladas; (ii) promover, realizar ou orientar a captação, em fontes internas e externas, de recursos a serem aplicados pela Companhia ou pela EMBRATEL ou suas demais controladas; (iii) promover e estimular atividades de estudos e pesquisas visando ao desenvolvimento do setor de serviços de telecomunicações de longa distância em âmbito nacional e internacional, incluindo serviços de transmissão de voz, textos, dados, imagens e telemática; (iv) executar, através da EMBRATEL ou outras sociedades controladas ou coligadas, serviços de telecomunicações de longa distância em âmbito nacional e internacional, incluindo serviços de transmissão de voz, textos, dados, imagens e telemática; (v) promover, estimular e coordenar, através de suas sociedades controladas ou coligadas, a formação e o treinamento do pessoal necessário ao setor de serviços de telecomunicações de longa distância em âmbito nacional e internacional, incluindo serviços de transmissão de voz, textos, dados, imagens e telemática; (vi) realizar ou promover importações de bens e serviços para a EMBRATEL ou suas demais sociedades controladas e coligadas; (vii) exercer outras atividades afins ou correlatas ao seu objeto social; e (viii) participar do capital de outras sociedades.

Para elucidar os fatos, expomos abaixo o histórico do processo, as alegações da Ofertante, as nossas considerações e a conclusão:

HISTÓRICO:

Em 9.5.2006, a Ofertante protocolou nesta CVM o pedido de registro da operação em referência, dando origem ao Processo CVM RJ/2006/3739.

Na mesma data, foi enviado à Embrapar o Ofício CVM/SEP/GEA-2/Nº 184/2006, contendo questionamentos a respeito da viabilidade jurídica do cancelamento de seu registro como companhia aberta.

Em resposta, foram recebidos em 10.5.2006, 1.6.2006 e 20.6.2006, pareceres jurídicos dos advogados Alberto Orleans e Bragança, Nelson Eizirik e Luiz Leonardo Cantidiano, como também análise gramatical e semântica do texto do edital em referência, elaborada pelo Professor Evanildo Bechara.

Em 8.6.2006, foi encaminhado por esta área técnica o Ofício de exigências CVM/SRE/GER-1/Nº 1225/2006, para fins de adequação da oferta em referência às disposições da Instrução.

Em 9.6.2006, foi encaminhado para a PFE o Memo SRE/GER-1/Nº 140/2006, em consulta acerca da legalidade da presente operação, tendo esta GER-1 recebido a manifestação da referida Procuradoria em 30.6.2006, por intermédio do Memo PFE/GJU-2/Nº 218/2006.

Em 22.6.2006, foi protocolado pelo Intermediário expediente em atendimento às exigências formuladas no Ofício Nº 1225/2006.

Em 12.7.2006 foi encaminhado o Ofício de reiteração de exigências CVM/SRE/GER-1/Nº 1430/2006.

ALEGAÇÕES DA OFERTANTE:

a. Acerca da legalidade do cancelamento do registro de companhia aberta

Em linhas gerais, a tese sustentada pelos juristas Alberto Orleans e Bragança, Nelson Eizirik e Luiz Leonardo Cantidiano aponta para a imprecisão da redação do Edital de Privatização do Sistema Telebrás referente à obrigação assumida pelos adquirentes do controle acionário da Embrapar no tocante à manutenção do registro de companhia aberta perante a CVM.

Com vistas a explicitar a fundamentação de tal entendimento, consideramos conveniente transcrever a seção nº 1 do parecer elaborado por Eizirik, intitulada "Os Fatos":

"A Embrapar foi constituída a partir da cisão parcial da Telecomunicações Brasileiras S.A. – Telebrás, a fim de sucedê-la na condição de controladora da Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – Embratel.

Em 29.7.1998, a União Federal promoveu, nos termos previstos no Edital n° MC/BNDES 01/98 ("Edital"), o leilão de privatização do controle acionário da Embrapar e das demais empresas resultantes da cisão parcial da Telebrás.

Em 04.08.1998, os vencedores do aludido leilão e a União Federal celebraram o Contrato de Compra e Venda ("Contrato"), por meio do qual foi transferida, para os primeiros, a propriedade das ações representativas do controle acionário da Embrapar.

Nesta ocasião, ainda se encontrava em análise perante a Comissão de Valores Mobiliários – CVM o pedido de registro da Embrapar como companhia aberta, o qual veio a ser posteriormente deferido.

Em vista disso, tanto o Edital (item 4.3, incisos IX e X) como o Contrato (Cláusulas 5.1.8 e 5.1.9) continham regra idêntica, impondo aos adquirentes do controle acionário da Embrapar obrigação de caráter especial relacionada ao registro desta como companhia aberta, nos seguintes termos:

5.1 - O COMPRADOR e seus eventuais sucessores, a qualquer título, inclusive em decorrência de posterior cessão e transferência de AÇÕES ORDINÁRIAS, nos termos da legislação em vigor, estão obrigados, solidariamente, de forma irrevogável e irretroatável, a cumprir rigorosamente as seguintes obrigações especiais, sem prejuízo daquelas previstas no EDITAL, exercendo para tal, inclusive, seu direito de voto nas Assembléias Gerais da COMPANHIA, de maneira a:

(...)

5.1.8 - **dar continuidade ao processo de registro da COMPANHIA para negociação de seus valores mobiliários em bolsa de valores, perante a Comissão de Valores Mobiliários e as bolsas de valores**, nos termos da Instrução CVM n° 202, de 6 de dezembro de 1993, fazendo aprovar, ainda, programa de Depositary Receipts das ações preferenciais da COMPANHIA, na forma da Resolução CMN n° 1927, de 27 de maio de 1992, junto ao mercado norte-americano;

5.1.9 – **manter a COMPANHIA, uma vez registrada, como companhia aberta, com os registros referidos no item 5.1.8 supra sempre atualizados;**" (grifamos)

(...) a redação da Cláusula 5.1.9 do Contrato permite, em princípio, que se confira duas distintas interpretações à regra ali estabelecida, a saber: (a) a de que o acionista controlador da Embrapar estaria obrigado a manter atualizados os registros da Companhia perante a CVM, apenas enquanto ela estivesse registrada como aberta; ou (b) aquela segundo a qual a Embrapar deveria sempre manter a condição de companhia aberta, sendo perpetuamente vedado ao seu acionista controlador requerer o cancelamento do aludido registro."

Eizirik, assim como os demais juristas, opta pela primeira interpretação, utilizando-se dos seguintes argumentos:

"a) o entendimento de que a Embrapar estaria definitivamente obrigada a manter-se registrada como companhia aberta contraria os princípios de que não cabe ao Estado determinar quais as companhias devem ser abertas ou fechadas e de que não devem existir obrigações perpétuas, que vinculem eternamente o devedor, razão pela qual deve ser adotada interpretação que não implique qualquer contradição com os mencionados princípios gerais;

b) tendo sido a União quem estipulou a obrigação prevista na Cláusula 5.9.1 do Contrato, tal dispositivo deve ser interpretado da forma menos onerosa para o outro contratante – o adquirente do controle acionário da Embrapar -, que apenas aderiu à referida disposição contratual;

c) o fato de não ter sido questionado o cancelamento de registro de outras companhias privatizadas em conjunto com a Embrapar confirma que o verdadeiro escopo da regra prevista na Cláusula 5.1.9 do Contrato **não** era impedir que fosse promovido o fechamento de capital da Companhia;

d) não teria qualquer fundamento lógico a eventual exigência de a Embrapar manter-se eternamente registrada como companhia aberta, sem que, adicionalmente, fosse previsto um limite mínimo de ações de emissão da Companhia que deveria permanecer em circulação no mercado;

e) o fato de a Embrapar ser controladora de uma concessionária de serviço público também não justifica a eventual exigência de que, mesmo não possuindo acionistas minoritários, ela continuasse a ser registrada como companhia aberta, visto que as regras legais que disciplinam o regime de concessão, além de não conterem tal exigência, já asseguram a transparência necessária à prestação dos serviços públicos exercidos pelas concessionárias."

Orleans e Bragança, por sua vez, acrescenta que o contrato em momento algum veda de maneira explícita o direito de deslistagem das operadoras, utilizando-se, também, da análise gramatical do texto do Contrato para fundamentar sua manifestação.

Cantidiano, por fim, sugere que "a derradeiro e mesmo que se pudesse interpretar de maneira diversa o referido item 5.1.9, sustentando que o adquirente das ações (assim como seu eventual sucessor) estaria obrigado para sempre a manter o registro de companhia aberta da emissora das ações objeto de aquisição, entendo que o descumprimento daquela obrigação (de fazer, como já tive a oportunidade de afirmar), deve ser resolvido no âmbito do contrato então celebrado pelas partes, sem que pudesse a parte prejudicada exigir sua execução específica."

b) Acerca do pedido de extensão do prazo de que trata o art. 25 da Instrução

Em razão da significativa dispersão dos títulos denominados *American Depositary Receipts* ("ADR"), os quais lastreiam os *American Depositary Shares* ("ADS"), e especialmente visando a facilitar a participação dos titulares de ADR na OPA, a Ofertante considera prudente que o cancelamento do programa de ADR ocorra apenas após o leilão da OPA, embora justifique a impossibilidade de observar o mencionado prazo de 15 dias, conforme expõe a seguir.

"(...) após o Leilão, se verificado o atendimento à condição prevista no art. 16, II da Instrução CVM n° 361/02, através dos demonstrativos a serem preparados pela BOVESPA (nos termos do art. 12, §3° da Instrução CVM n° 361/02), a Telmex, na qualidade de controlada da Embrapar, fará com que esta inicie o procedimento necessário para (i) a rescisão do contrato de depósito ("Contrato de Depósito") firmado com o The Bank of New York ("BONY"), o qual governa o programa de ADRs da Companhia, e (ii) a suspensão da negociação dos ADSs da Embrapar na Bolsa de Valores de Nova York – New York Stock Exchange ("NYSE").

Para tanto, a Embrapar solicitará ao BONY, com base na Cláusula 6.2 do Contrato de Depósito, o término do referido contrato. Em seguida, com base nessa solicitação da Embrapar, o BONY enviará aos titulares de ADRs um comunicado informando-os de que o Contrato de Depósito será terminado no prazo de 30 dias. Embrapar e BONY, então, notificarão a NYSE do término do Contrato de Depósito.

Conforme dispõe a Cláusula 6.2 do Contrato de Depósito, após o término do referido contrato, o BONY não mais (i) emitirá nenhum ADR; (ii) registrará transferências de ADRs; (iii) distribuirá dividendos aos titulares de ADRs; (iv) emitirá qualquer notificação ou (v) realizará qualquer outro ato com fulcro no Contrato de Depósito. O BONY, entretanto, continuará a (a) coletar qualquer dividendo e outras distribuições relacionadas às ações da Embrapar depositadas; (b) vender quaisquer direitos, conforme previsto no Contrato de Depósito e (c) entregar as ações da Embrapar depositadas e qualquer distribuição que a instituição depositária tenha recebido com relação a tais ações, bem como os valores líquidos de qualquer direito ou outro título, em troca pela entrega do respectivo ADR. Decorrido o prazo de 01 (um) ano da data do término do Contrato de Depósito, o BONY poderá vender as ações da Embrapar que permanecerem depositadas e reter os valores líquidos decorrentes dessa venda, em benefício dos titulares dos ADRs que ainda não tiverem sido entregues.

Cumprida esta fase, o BONY deverá encaminhar a esta D. Comissão uma carta cientificando-a de que, na data correspondente a 30 (trinta) dias após a data em o mesmo tiver encaminhado aos titulares de ADRs notificação do término do Contrato de Depósito, referido contrato estará efetivamente terminado. Em seguida, finalmente, a Companhia solicitará o cancelamento do registro de seu programa de ADR junto à CVM.

Desta forma, na data indicada na notificação do BONY à CVM, o término do Contrato de Depósito produzirá seus efeitos e esta Comissão estará apta a proceder ao cancelamento do registro do programa de ADRs da Embrapar.

Nos termos do art. 25 da Instrução CVM nº 361/02, a CVM teria 15 (quinze) dias a partir do recebimento dos demonstrativos do Leilão para efetuar o cancelamento do registro da Embrapar. Entretanto, note-se que, no caso concreto, (a) o lapso temporal de 30 (trinta) dias a partir da notificação do BONY aos titulares de ADRs e (b) a previsão do art. 25 da Instrução CVM nº 361/02 terão de ser harmonizadas.

Assim, a Instituição Intermediária solicita, neste ato, que a CVM estenda o prazo do referido artigo 25, pelo tempo necessário para o cumprimento de todas as formalidades relacionadas com o cancelamento do Contrato de depósito com o BONY e para a suspensão da negociação dos ADSs da Embrapar na NYSE. Destarte, o registro de companhia aberta da Embrapar deverá ser cancelado apenas após a verificação das seguintes condições: (i) recebimento dos demonstrativos do Leilão (em até quatro dias após a realização deste); (ii) recebimento da notificação do BONY acerca da data em que o Contrato de Depósito estará terminado; (iii) recebimento do pedido da Embrapar de cancelamento do registro de seu programa de ADR; (iv) verificação de que o prazo de 30 (trinta) dias referido pelo BONY, em sua notificação aos titulares de ADRs e à CVM, foi cumprido; e (v) cancelamento do registro do programa de ADR da Embrapar junto a esta D. Comissão.

O quadro abaixo sistematiza todos os prazos acima referidos:

Dia	Acontecimento
L	Leilão
L+4	(i) Bovespa notifica a CVM do resultado do leilão; e (ii) Administração da Embrapar reúne-se e decide (a) cancelar o programa de ADRs da Companhia registrado na CVM; (b) terminar o Contrato de Depósito; e (c) cancelar a negociação de seus ADSs na NYSE.
L+5	(i) Embrapar solicita ao BONY seja terminado o Contrato de Depósito que governa seu programa de ADRs; (ii) BONY emite comunicado aos titulares de ADRs da Companhia, informando-os sobre o término do Contrato de Depósito; (iii) BONY emite notificação à CVM informando-a sobre (a) a decisão da Embrapar de terminar o Contrato de Depósito; e (b) a data em que se efetivará o término do Contrato de Depósito. (iv) Embrapar e BONY notificam a NYSE sobre o término do Contrato de Depósito; e (v) Embrapar solicita à CVM o cancelamento do registro de seu programa de ADR.
L+35	(i) Efetivação do término do Contrato de Depósito; (ii) Suspensão da negociação de ADRs da Embrapar junto à NYSE; (iii) CVM cancela o registro do programa de ADRs da Embrapar; e (iv) CVM cancela o registro de companhia aberta da Embrapar."

Além disso, o Intermediador informa que não há outros programas de *Depositary Receipts* ("DR") ativos, à exceção de programa de CEDEAR custodiado pela Itaú Corretora de Valores S.A., a qual habilitará, no leilão da OPA, a totalidade das ações de emissão da Embrapar que compõem o cesto RCTB41. No dia seguinte à realização do leilão, conforme esclarecimentos da Corretora, a Bovespa providenciará a retirada das ações de emissão da Companhia do mencionado cesto.

c) Atendimento de exigência relativa à avaliação da Companhia em documento apartado do Laudo de Avaliação

Esta área técnica exigiu que fosse inserida no Laudo de Avaliação a declaração de que trata o §6º do art. 8º da Instrução, acerca dos valores recebidos do Ofertante e da Companhia, a título de remuneração por quaisquer serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados, nos 12 (doze) meses anteriores ao requerimento de registro da OPA.

O Unibanco considera atendida formalmente a exigência em tela ao enviar, em resposta, declaração apartada do Laudo. Dessa forma, as informações ali contidas passariam a instruir o presente Processo, não se opondo o Intermediário, o Avaliador, nem o Ofertante à publicidade de tal declaração.

Logo, por discordar do entendimento da SRE/GER-1 acerca da presente questão, e considerando, pois, atendida a exigência mencionada por meio do procedimento descrito, o Intermediário recorre ao Colegiado desta Autarquia, nos termos do item X da Deliberação CVM nº 463/03.

NOSSAS CONSIDERAÇÕES:

a) Acerca da legalidade do cancelamento do registro de companhia aberta

Segundo o parecer do Subprocurador-Chefe da GJU-2, José Eduardo Guimarães Barros, a interpretação de que a Embrapar deveria manter a condição de companhia aberta, sendo vedado o cancelamento do aludido registro é, salvo melhor juízo, consistente.

Tal entendimento está fundamentado na informação que, dentre os valores eleitos como fins do programa de desestatização, estava o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, tendo em vista o disposto no inciso VI do art. 1º da Lei nº 8031/90, bem como no inciso VI do art. 1º da Lei nº 9491/97.

Corroboram também seu posicionamento a preocupação do Poder Executivo com os acionistas minoritários das companhias oriundas do Sistema Telebrás manifestada no Projeto de Lei nº 2550/00, além da interpretação analógica do Parecer da Advocacia-Geral da União nº G1-215, relativo ao processo de privatização da EMBRAER, no sentido de que as condições do negócio estabelecidas no Edital de Privatização têm caráter permanente, continuando em vigor mesmo após a privatização.

A esse respeito, deve-se registrar que as companhias oriundas da cisão do Sistema Telebrás que tiveram seus registros de companhia aberta cancelados por esta CVM sempre deram a opção de migração aos acionistas minoritários para outra companhia aberta da mesma atividade, uma vez que o cancelamento da maioria, senão de todas as companhias, foi fruto de incorporação.

Desta forma, permitiu-se que o acionista minoritário da incorporada permanecesse com papéis da incorporadora negociados em bolsa, sem perda de liquidez.

Ademais, as companhias telefônicas que tiveram seus registros cancelados sem utilizar-se da incorporação eram as chamadas "espelhos", e obtiveram seus cancelamentos com anuência expressa de todos os minoritários, dentre elas a ATL – Algar Telecom Leste S.A. e BCP S.A., justificando, por essas razões, porque a CVM não questionou anteriormente o cancelamento do registro das outras companhias de telecomunicações privatizadas.

Contudo, no presente caso, não restaria aos acionistas minoritários da Embrapar qualquer opção de migração para outra companhia do setor, por iniciativa do Ofertante.

É possível considerar também que a manutenção do registro de companhia aberta da Embrapar, assim como de outras sociedades relacionadas à prestação de serviços essenciais, estaria relacionada aos princípios da transparência e da publicidade, tendo como destinatários de informações regulares e padronizadas não só os acionistas minoritários, mas toda a sociedade.

Em nossa opinião, seria razoável admitir que o princípio da transparência é tão relevante quanto o desenvolvimento do mercado de capitais. A título exemplificativo, se uma companhia oriunda do Sistema Telebrás levasse a efeito uma oferta pública voluntária de aquisição de ações capaz de extinguir todo o *free-float*, ainda assim seria cabível a manutenção de seu registro nesta CVM, com a finalidade de se manter um fluxo periódico e eficaz de informações aos *stakeholders* e à sociedade.

Outrossim, destaca a PFE que a CVM não possui a palavra final acerca da interpretação dos dispositivos examinados, não tendo sido partícipe no processo de desestatização do Sistema Telebrás, nem sendo parte do contrato decorrente.

Em decorrência, sugere que seja trazida pelos interessados manifestação do ente competente no âmbito do Poder Concedente, acerca da interpretação dos dispositivos em tela.

Esta GER-1 concorda com o posicionamento da PFE, mas sugere que a própria área técnica consulte a Agência Nacional de Telecomunicações - ANATEL, de forma a evitar qualquer viés nos questionamentos a serem formulados.

Ao discorrer sobre o edital de desestatização do Sistema Eletrobrás, o voto do ex-Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, proferido no âmbito do Processo CVM nº RJ/2004/3487, parece confirmar a necessidade de se consultar os órgãos reguladores, conforme se observa: "(...) *naturalmente não cabe à CVM tratar das questões relativas ao edital, mas sim ao poder concedente, posto que a eventual transgressão às regras do edital de privatização não são, ao menos a princípio, da alçada da CVM.*"

Da mesma forma em que a Ofertante teve oportunidade de expor suas considerações acerca da legalidade da operação, mostra-se relevante ouvir também o Poder Concedente, visando a obtenção de pareceres de ambas as partes.

Ressalte-se, por fim, que, em contraste com a posição defendida por Cantidiano, no sentido de que a questão contratual estaria além da competência da CVM e, em consequência deveria ser resolvida no âmbito do Contrato então celebrado pelas partes, a PFE transcreve trecho de manifestação acerca do Edital de Privatização MC/BNDES nº 01/98, constante do MEMO/CVM/PJU/Nº 23/99, a saber: "*o cumprimento das disposições de edital mencionadas ao início da presente manifestação se encontra afeto à jurisdição da CVM, que, em face de eventual não observância das mesmas, poderá, especialmente, apurar, mediante inquérito administrativo, a ocorrência, bem como, se for o caso, e inclusive (...), punir os infratores da lei (...).*"

b) Acerca do pedido de extensão do prazo de que trata o art. 25 da Instrução

b1) Programa de ADR

Cumpra, preliminarmente, esclarecer que, para o registro e a manutenção de programas de DR é necessário que os valores mobiliários-lastro sejam emitidos por companhias abertas registradas na CVM, além de negociados em bolsas de valores, conforme dispõe o art. 3º da Resolução CMN nº 1927/92.

Por essa razão, quando uma companhia pretende fechar o capital, esta área técnica solicita, previamente ao registro da OPA, o cancelamento dos seus respectivos programas de DR.

Ocorre que, o volume dos programas de DR das companhias que já cancelaram seus registros era reduzido quando comparado ao programa em tela, tendo tais companhias comprovado o cancelamento dos referidos programas sem maiores dificuldades.

Deve-se considerar, na oferta em referência, que, em caso de insucesso da OPA ou do indeferimento de seu registro, o cancelamento prévio do programa de DR da Embrapar acarretaria um ônus desproporcional à Companhia, tendo em vista que os ADR lastreados em ações preferenciais têm negociação diária na NYSE.

Assim, como no presente caso há intenção de se estender a oferta aos detentores de ADR, há que se concordar a impossibilidade de se conciliar o cancelamento do respectivo programa de DR, em caso de sucesso da OPA, com o prazo de 15 dias relativo ao cancelamento do registro da companhia, nos termos do art. 25 da Instrução, considerando o cronograma apresentado pelo Intermediário.

b1) Programas de CEDEAR

A Embrapar possui dois Programas de CEDEAR. O primeiro, não-patrocinado e relativo exclusivamente às ações preferenciais de emissão da Embrapar, encontra-se inativo e será cancelado, de acordo com informação prestada pelo intermediário, embora até o presente momento esta Autarquia não tenha recebido a solicitação de cancelamento do referido programa.

Com relação ao programa ativo, referente ao cesto RCTB41, cabe registrar que a Bovespa ainda não se pronunciou formalmente acerca da retirada das ações da Embrapar do aludidocesto, tampouco se pronunciou sobre os procedimentos operacionais do leilão.

Pelas razões acima apresentadas, esta área técnica nada tem a obstar à extensão do prazo em referência, por se tratar de situação excepcional, nos termos do *caput* do art. 34 da Instrução, uma vez que, da maneira proposta pelo Intermediário, será possível se estender a presente oferta aos detentores de DR, observando o atendimento ao disposto no art. 3º da Resolução CMN nº 1927/92.

Contudo, alertamos para o risco decorrente do aumento do *gap* entre a realização do leilão da OPA e o efetivo cancelamento do registro de companhia aberta de Embrapar, dado que, eventualmente, alguns acionistas minoritários que não se habilitaram no referido leilão, por desconhecerem os normativos aplicáveis, poderiam acabar vendendo suas ações após a realização da OPA por valor inferior ao ofertado pela Telmex. Os compradores, por sua vez, venderiam tais ações na *put*, ou seja, dentro do prazo de 3 (três) meses de que trata o § 2º do art. 10 da Instrução.

Acerca disso, esta GER-1 já recebeu ligações de intermediários em que estes demonstraram sua preocupação com as negociações ocorridas no mercado entre as datas de leilão e o respectivo cancelamento de registro das companhias abertas.

c) Atendimento de exigência relativa à avaliação da Companhia em documento apartado do Laudo de Avaliação

Embora, no § 6º do art. 8º da Instrução, exista apenas a previsão de encaminhamento à CVM dos valores recebidos pelo Avaliador a título de prestação de serviços ao Ofertante e à Companhia objeto, deve-se registrar que a inclusão de tais informações no Laudo de Avaliação é exigida regularmente por esta área técnica, constituindo prática adotada desde 2002, ano em que a Instrução entrou em vigor.

Ademais, cumpre salientar que a Instrução CVM nº 436/2006 ("Instrução 436") formaliza o entendimento já consolidado desta área técnica acerca da questão em tela ao estabelecer em seu inciso X:

"X – O laudo de avaliação deverá apresentar as seguintes informações relativas ao avaliador:

(...)

d) declaração do avaliador:

(...)

5. dos valores recebidos do ofertante e da companhia objeto, a título de remuneração por quaisquer serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados, nos 12 (doze) meses anteriores ao requerimento de registro, discriminando, dentre os valores recebidos, os relativos à realização do laudo de avaliação."

Tendo em vista que o registro da presente operação ainda se encontra em análise por esta Autarquia, consideramos aplicável exigir que seja incluído no Laudo de Avaliação a descrição sucinta do processo interno de aprovação do laudo de avaliação pela instituição avaliadora, conforme dispõe a alínea "b", inciso X, da Instrução 436.

CONCLUSÃO:

Pelo acima exposto, esta GER-1 entende que, uma vez recebida manifestação favorável da ANATEL relativa à interpretação do item 4.3 do Edital de Privatização do Sistema Telebrás, bem como atendidas as exigências constantes do Ofício CVM/SRE/GER-1/Nº 1430/2006 e incluída a declaração prevista no § 6º do art. 8º da Instrução no Laudo de Avaliação, nada tem a obstar à realização da OPA com adoção de procedimento diferenciado consistente na extensão do prazo para o cancelamento do registro de companhia aberta pela CVM previsto no art. 25 da Instrução, uma vez que tal prorrogação possibilitará o cumprimento do disposto no art. 3º da Resolução CMN nº 1927/92.

Isto posto, propomos solicitar à Superintendência Geral que seja encaminhado à apreciação do Colegiado desta CVM o presente pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento do registro de companhia aberta de Embrapar, nos termos do disposto no art. 34 da Instrução. Requeremos, adicionalmente, que esta SRE/GER-1 seja a relatora do presente caso na reunião do Colegiado da CVM.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

Reginaldo Pereira de Oliveira

Gerente de Registros 1

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

(Original assinado por)

Flavia Mouta Fernandes

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

(Em exercício)