

Para: SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 96/2007

De: GER-1 DATA: 9/4/2007

Assunto: Inaplicabilidade do art. 254-A da Lei nº 6404/76 à alienação indireta do controle de Elektro Eletricidade e Serviços S.A. - Processo CVM nº RJ-2006-7658

Senhor Superintendente,

Trata-se de pedido da Ashmore Energy International Limited ("AEI" ou "Ashmore"), de apreciação da hipótese de não-obrigatoriedade da realização de oferta pública de aquisição de ações prevista no art. 254-A da Lei 6404/76 e, alternativamente, de dispensa do registro da OPA, nos termos do disposto no art. 34 da Instrução CVM nº 361/02, no âmbito da alienação indireta do controle de Elektro Eletricidade e Serviços S.A.

Por meio de Fato Relevante datado de 11/9/2006, a AEI comunicou a aquisição do controle acionário da Prisma Energy International Inc., uma subsidiária integral da Enron Corp., pelo montante aproximado de US\$ 2,9 bilhões, não sendo atribuídos valores específicos e individualizados para os diversos ativos detidos pela Prisma Energy.

Como resultado de tal operação, a Ashmore passou a deter 100% do capital total da Prisma Energy, a qual, por sua vez, é a controladora indireta de 99,68% do capital total da Elektro.

HISTÓRICO

Em 6/10/2006, a AEI protocolou a solicitação em tela, dando origem ao Processo CVM nº RJ-2006-7658.

Em 6/11/2006, foi encaminhado à AEI o Ofício CVM/SRE/GER-1/Nº 2431/2006, contendo exigências relativas à documentação enviada, dentre elas o envio da demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por ação-objeto da oferta, correspondente à alienação indireta do controle da Elektro, nos termos do disposto no § 6º do art. 29 da Instrução CVM nº 361/02.

Em 15/12/2006, foi protocolado expediente em atendimento às exigências contidas no Ofício supracitado, sendo que, em resposta à referida exigência, foi encaminhada cópia de documento elaborado pela J.P. Morgan Securities Inc., em data posterior à alienação do controle da companhia, intitulado "Valuation Analysis of Prisma Energy International and Ashmore".

Em 15/1/2007, foi encaminhado o Ofício CVM/SRE/GER-1/Nº 82/2007, reiterando a necessidade do atendimento da aludida exigência.

A AEI protocolizou, em 5/2/2007, correspondência em atendimento à reiteração de exigências efetuada, encaminhando a demonstração de preço solicitada, a partir dos dados constantes do estudo acima mencionado, de maneira incompleta, ou seja, sem chegar ao valor proposto por ação.

ALEGAÇÕES DA ASHMORE

Ocorrida a alienação indireta do controle de Elektro, a AEI passou a analisar as implicações legais e normativas aplicáveis no Brasil, chegando às seguintes conclusões:

"... nos casos de transferência de controle, a legislação das companhias impõe a realização de oferta pública, a fim de assegurar aos minoritários detentores de ações ordinárias o direito de participar do sobrepreço pago ao controlador pelas ações de controle. Sobrepreço este que, muitas das vezes, supera em muito o valor de cotação das ações da companhia em bolsa.

Isto porque, diferentemente do que ocorria no passado, antes da reforma da Lei das S.A. operada pela Lei nº 10.303/2001, não há mais que se falar em tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante oferta pública para aquisição de suas ações, mas sim em permitir que estes, os minoritários ordinários, participem de parte do prêmio de controle pago aos controladores por suas ações:

"Assim, o art. 254-A, ao invés de obrigar o adquirente do controle a estender aos minoritários as mesmas condições oferecidas pelo bloco de controle, determina que ele deve pagar aos minoritários preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle.

A nova Lei das S/A atribui portanto ao bloco de controle de uma companhia um valor econômico, justificando-se, pois, que as ações que o integrem recebam um preço superior ao das ações dos minoritários, por ocasião de sua alienação." (MODESTO CARVALHOSA e NELSON EIZIRIK, "A Nova Lei das S.A., Saraiva, 2002, p. 390)

Para além do atual art. 254-A, convém ainda referir o § 6º do art. 4º da Lei das S.A. (igualmente introduzido pela reforma de 2001) que, a rigor, reforça o argumento de que a oferta pública regulada no art. 254-A tem por razão de existir o direito de o acionista minoritário detentor de ações ordinárias participar do sobrepreço pago às ações de controle. Dispõe aquele parágrafo sobre a seguinte situação:

"O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado."

Entender a regra do art. 254-A em conjunto com o disposto, no § 6º do art. 4º acima transcrito é relevante, na medida em que no passado, enquanto ainda vigia o primitivo art. 254 da Lei das S.A. (expressamente revogado pela Lei nº 9.457/1997), em muitos casos a alienação de controle de companhia aberta era seguida de aquisição de significativa quantidade de ações da companhia no mercado pelo novo controlador que, reduzindo gradativamente a liquidez dessas mesmas ações, operavam o que se denomina de "fechamento branco" de seu capital.

Em outras palavras, a reforma da Lei das S.A. a partir da Lei nº 10.303/2001, resume e precisa o alcance do art. 254-A aos casos em que, efetivamente, haja sobrepreço de controle a ser "socializado", em parte (80%), com os minoritários. Quando a transferência de controle implicar em perda de liquidez será o caso de se invocar a aplicação de outro dispositivo e outra regra legal: a do art. 4º, § 6º.

Com o advento da oferta pública do referido art. 4º ("OPA por aumento de participação") ficou superado -- porque hoje regulado no sistema da lei -- o entendimento encontrado em pareceres antigos da CVM (como o nº 79/83) de que a oferta em casos de alienação de controle seria impositiva mesmo nos casos em que não haja pagamento de ágio. Essa preocupação e zelo se justificavam pela ausência, no antigo regime, de tutela adequada para os casos de alienação de controle seguida de redução da liquidez dos papéis no mercado.

Análise do regulamento desses dispositivos da Lei das S.A., a Instrução CVM nº 361, de 05.03.2002, reforça o entendimento que acima se expôs, especialmente pela leitura dos seguintes trechos daquela Instrução.

"Art. 29 - (...)

§ 6º No caso de alienação indireta do controle acionário, o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido Por força do art. 254-A da lei 6.404/76., correspondente à alienação do controle da companhia objeto."

e ainda

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

(...)

Noutros termos, haverá casos em que a realização de oferta pública para a aquisição de ações para os fins e efeitos do art. 254-A (de modo a assegurar ao minoritário detentor de ações ordinárias o preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle) resultará inócua quanto a esse objetivo -- "socialização" de parte do sobrepreço de controle -- e implicará para o controlador em custos elevados absolutamente ociosos, sempre que tal oferta for com base em preço inferior ao de cotação em bolsa das ações ofertadas.

Em síntese, não haverá sentido em se ofertar aos minoritários a participação na "perda de valor", verdadeiro deságio, realizada pelo primitivo controlador ao alienar o controle da companhia. Seria ilógico, economicamente insustentável e levaria a que se emprestasse à lei (em especial o citado art. 254-A) aplicação meramente formal, inútil e assistemática, na medida em que forçaria ao adquirente o dispêndio de significativa quantidade de recursos apenas para cumprir um formalismo.

Esse entendimento, por certo, no sentir da AEI, não se compadece com as melhores regras de interpretação da lei.

Após essa breve exposição, e considerando que a interpretação do art. 254-A acima pressupõe o conhecimento do caso concreto, adiante são apresentados os elementos de fato verificados no caso da alienação indireta do controle da Elektro:

a) apenas 0,32% do capital total da companhia (ações ordinárias e preferenciais) encontra-se em mãos de minoritários (que totalizam 1.218 acionistas), sendo que deste percentual, as ações ordinárias em poder dos minoritários totalizam apenas 0,014% (totalizando 362 acionistas) do capital total da companhia;

b) a operação contratada entre AEI e Prisma engloba a aquisição de investimentos (participações societárias) em distribuição e geração de energia elétrica e distribuição e transmissão de gás situados em 18 países, na qual o investimento na Elektro representou, por conseguinte, apenas uma parte do negócio. Considerado este relevante aspecto, como pode-se verificar nos documentos anexos (Doc. n' 4), o preço atribuível à Elektro (companhia objeto) - dentro o total de participações societárias das companhias adquiridas pela AEI na operação - situa-se entre 66,80% (sessenta e seis vírgula oitenta por cento) e 68,61% (sessenta e oito vírgula sessenta e um por cento) do valor total da transação.

c) para todos os efeitos do item (b) acima, o valor total recebido pelo Grupo Enron pela venda da Prisma Energy pode ser verificado dentro do Contrato de Aquisição da maneira demonstrada no quadro abaixo, sendo certo que, não obstante o Fato Relevante que segue anexado à presente (Doc. 3) fazer referência a um montante de aproximadamente US\$ 800,000.00 em dividendos recebidos pelo Grupo Enron anteriormente à concretização da aquisição da Prisma Energy, tais pagamentos não fizeram parte da composição formal do preço de venda pelo Grupo Enron, não tendo sido considerado como parte do Contrato de Aquisição:

Item 2.1 (a) US\$ 562,600,000

Item 2.1 (b) US\$ 462,600,000

Item 2.2 US\$ 726,800,000

Item 6.17(i) US\$ 350,000,000

Valor total US\$ 2,102,000,000

d) Os valores expressos nos itens (c) e (d) acima implicariam, conforme demonstrado no Doc. 5 anexo, em realização de oferta aos minoritários ao preço por lote de mil ações entre R\$ 6,26 e R\$ 6,43, equivalente a 44,7 % e a 45,9%, respectivamente, do valor pelo qual estas mesmas ações são negociadas no mercado;

e) o custo de um processo de oferta pública nessas condições demandaria mais recursos do que os necessários para a aquisição da totalidade das ações em circulação no mercado, conforme demonstrado no Doc. 5; e

f) a transferência indireta do controle da companhia -- considerado o nível em que se operou essa transferência -- não tem qualquer efeito sobre o desempenho ou a valoração da companhia no mercado brasileiro.

A conjugação de todos esses fatores fundamenta o entendimento da AEI no sentido de que a aquisição por ela do controle indireto da Elektro não tipifica a hipótese de incidência da oferta pública obrigatória regulada no art. 254-A, especialmente quando se tem em conta que, no caso concreto desta alienação de controle, o preço a ser ofertado aos minoritários da Elektro por lote de mil ações ordinárias seria, repita-se, da ordem de 45 % do preço que pode ser por eles diretamente obtido no mercado de bolsa."

Em linhas gerais, entende a AEI que, nos casos de transferência de controle, a Lei nº 6404/76 determina a realização de OPA, com o objetivo de assegurar aos acionistas minoritários da companhia, cujo controle foi alienado, o direito de participar do sobrepreço pago ao vendedor pelas ações representativas do poder de controle.

Assim, segundo a Ashmore, dado que houve deságio na operação realizada, não há sentido em formular a OPA apenas para atender a formalidade legal.

NOSSAS CONSIDERAÇÕES

Preliminarmente, cumpre evidenciar que os casos de não-incidência do preceito legal, na modalidade de OPA em tela, só têm sido deferidos por esta Autarquia nas hipóteses em que os demais acionistas titulares de ações com direito a voto declaram expressamente que dispensam a realização de oferta pública de que trata o art. 254-A da Lei 6404/76 ou, ainda, quando se tratar de uma reestruturação societária, em que os antigos controladores permaneçam como tais, ainda que indiretamente.

Nessas situações, a Autarquia não se pronuncia acerca da obrigatoriedade ou dispensa da realização da OPA de que trata o referido dispositivo legal,

mas reconhece sua inaplicabilidade, diante da inexistência do público-alvo destinatário da oferta ou da não-ocorrência da efetiva alienação.

Dessa forma, esta Comissão exerce sua função reguladora, sem violar o princípio da legalidade, ou seja, sem liberar as sociedades do cumprimento das obrigações impostas por lei.

Assim sendo, passamos à análise da aplicabilidade do art. 254-A à presente operação, em que visualizamos a existência dos elementos determinantes da oferta: a efetiva transferência do controle acionário de Elektro, a existência de público-alvo e a onerosidade da transação.

Tendo em vista que o art. 254-A impõe expressamente ao adquirente do controle de companhias abertas a realização de oferta pública de aquisição das ações com direito a voto remanescentes, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle, entendemos que a discussão da existência de deságio na alienação de Elektro em nada exige a Ashmore de cumprir a obrigação legal.

Em outras palavras, a obrigatoriedade do pagamento de percentual do preço das ações do bloco de controle ao público-alvo da OPA decidido a vender suas ações em leilão, prevista no referido artigo, é explícita e inequívoca.

Além disso, convém destacar a impropriedade do entendimento da AEI quanto à possibilidade de analisar o disposto no art. 254-A em conjunto com o § 6º do art. 4º da Lei 6404/76, vez que os referidos dispositivos tratam de institutos jurídicos distintos entre si.

As regras determinantes para a realização de OPA em decorrência do aumento da participação do acionista controlador de que trata o § 6º do art. 4º da Lei não estariam, portanto, relacionadas a qualquer imposição ou dispensa legal relativa a operações de alienação de controle de companhias abertas.

Por essa razão, não poderia a AEI alegar que a regra do § 6º do art. 4º da Lei seria aplicável a casos de transferência de controle que implicassem em perda de liquidez das ações remanescentes da companhia cujo controle foi adquirido.

Sem prejuízo das considerações acima efetuadas, julgamos que a formulação da OPA em referência representa, ainda, a possibilidade aos acionistas minoritários de saída do investimento, diante da ausência de liquidez das ações da companhia no mercado secundário.

Especificamente, as negociações mais recentes do lote de mil ações ordinárias de emissão da companhia ocorreram em 18/8/2006, pelo valor de R\$ 13,99, em 8/11/2006, por R\$ 14,99 e, em 3/4/2007, por R\$ 12,60, totalizando cerca de R\$ 5.420,00.

Tais dados demonstram a reduzida liquidez das ações ordinárias da companhia no mercado secundário, comportamento aplicável também às ações preferenciais, cotadas pelo valor de R\$ 14,05, embora o valor patrimonial do lote de mil ações de emissão da companhia seja de R\$ 2,74, conforme dados da DFP de 31/12/2006.

A esse respeito, confirma o entendimento desta área técnica o parecer CVM/SJU/Nº 79/83, em que a procuradora Luíza Monteiro afirma que a inexistência do pagamento de ágio na alienação de controle não afasta a obrigatoriedade do igual tratamento aos minoritários previsto no antigo art. 254 da Lei, bem como ressalta a importância da tutela legal nesses casos, "em face da dificuldade de desinvestimento, freqüentemente ocasionada pela perda de liquidez dos títulos no mercado".

Em complemento, consideramos que a possível referência ao sobrepreço sustentada pela Ashmore não estaria relacionada à obrigatoriedade de realização da OPA, mas ao disposto no § 4º do art. 254-A, que prevê a possibilidade de o adquirente do controle acionário oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecerem na companhia, mediante o pagamento de um prêmio, equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

Trata-se, nas palavras de Modesto Carvalhosa [\(1\)](#), de uma faculdade que a Lei oferece ao adquirente do controle acionário, a ser adotada cumulativamente com a oferta pública – que é obrigatória –, se assim o desejar o adquirente do controle.

Adicionalmente, cabe registrar que a discussão acerca da obrigatoriedade da realização de OPA em casos de alienação de controle, cujo valor proposto por ação-objeto é significativamente inferior à cotação de mercado das ações da companhia, cujo controle foi alienado, foi levantada por esta área técnica em operações anteriores, como na alienação do controle de Light S.A., sociedade cujas ações fazem parte da carteira teórica do Ibovespa para o quadrimestre de janeiro a abril 2007. (Processo CVM nº RJ-2006-6802).

À época, o Colegiado deliberou indeferir os pedidos de dispensa de contratação de instituição intermediária, a fim de que, além de preservar o papel estabelecido para tais instituições no § 1º do art. 7º da Instrução 361, fosse garantida a liquidação financeira da OPA, nos termos do disposto no art. § 4º do mesmo artigo, bem como o de dispensa de realização de leilão em bolsa de valores, para que sejam permitidas as interferências compradoras de que trata o inciso II do art. 12 do aludido normativo.

Em contrapartida, o Colegiado deferiu o pedido de dispensa de elaboração do laudo de avaliação de que trata o art. 8º da Instrução 361, nos termos do disposto no respectivo art. 34, possibilitando a redução dos custos de realização da oferta para o adquirente do controle.

Ademais, quando questionada acerca da diferença entre o valor da alienação do controle de US\$ 2,9 bilhões, divulgado em Fato Relevante, e o valor de US\$ 2,1 bilhões, constante da demonstração do preço das ações-objeto da possível OPA, a AEI afirmou que a diferença de aproximadamente US\$ 800 milhões diz respeito a dividendos distribuídos aos acionistas de Enron Corp. anteriormente à operação de venda da Prisma Energy.

Assim, tomando como base para o cálculo do preço das ações-objeto da possível OPA o valor de alienação divulgado no Fato Relevante, chegamos ao preço médio de R\$ 10,93 por lote de mil, valor bem próximo da cotação das ações de emissão da companhia em mercado secundário e significativamente superior ao preço médio de R\$ 6,34 proposto pela AEI.

Apesar de a companhia ter divulgado, em Fato Relevante, que não foram atribuídos valores individualizados aos ativos detidos pela Prisma Energy, ressaltamos a insuficiência da referida demonstração de preço, por estar fundamentada em dados obtidos por meio de estudo elaborado pela JP Morgan em 26/10/2006, data posterior à alienação do controle de Elektro.

Especificamente com relação à avaliação elaborada pela JP Morgan, foi encaminhada carta assinada pelo respectivo Diretor Gerente, afirmando que "esta carta não é e não deverá ser considerada como um parecer de legitimidade, um laudo de avaliação, conforme definição no artigo 8 da Instrução 361 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), uma demonstração justificada da forma de cálculo do preço sob o artigo 29, parágrafo 6 da Instrução 361 ou (...) uma recomendação de compra (...) Para evitar dúvidas, sob circunstância alguma, esta carta poderá ser usada ou tomada por base por quaisquer terceiros, com referência ao (ou de outra forma com relação a) lançamento pela Sociedade (ou qualquer outra parte) de uma oferta pública ou qualquer empreendimento similar."

De qualquer forma, caso, ao invés de cerca de 67%, 100% do montante de R\$ 2,9 bilhões pago pela alienação do controle de Prisma Energy fosse atribuído a Elektro, o preço devido por lote de mil ações ordinárias remanescentes seria de R\$ 16,15, em contraste com o valor encontrado de R\$ 9,37, obtido a partir do total de R\$ 2,1 milhões.

Finalmente, cabe comentar que, de acordo com o voto proferido pelo Presidente Marcelo Trindade, no âmbito da OPA de Arcelor Brasil S.A., consta a recomendação para, na ausência de instrumentos contratuais ou outros documentos que comprovem a parcela do preço correspondente à companhia controlada, o ofertante justificar o preço por outros meios, cabendo esta Autarquia examinar tais justificativas, e obter outros elementos que lhe permitam chegar a uma conclusão quanto a ter sido feita a adequada demonstração do preço.

Ainda, nas palavras do Presidente, "se os elementos apresentados pelo ofertante e colhidos pela CVM forem insuficientes, e as ações da companhia controlada e da companhia controladora tiverem liquidez em mercados regulados, o critério de comparação dos preços de mercado das ações de ambas as companhias antes do lançamento da oferta, ou do anúncio do negócio de aquisição, deve ser considerado um critério justificado para a demonstração do preço, e pode ser adotado pela CVM."

Todavia, entendemos que a alternativa do preço de mercado não se aplica ao caso concreto, porque as ações de emissão da companhia não possuem liquidez no mercado secundário, bem como o preço proposto por ação-objeto da oferta tem como base documento elaborado em data posterior à alienação indireta do controle de Elektro.

CONCLUSÃO

Pelo acima exposto, concluímos pela aplicabilidade do disposto no art. 254-A da Lei nº 6404/76 à alienação indireta do controle da companhia, diante da inexistência de elementos concretos capazes de afastar a sua incidência.

Assim sendo, propomos a concessão do prazo de 30 dias para o protocolo do pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações por alienação indireta do controle de Elektro Eletricidade e Serviços S.A.

Isto posto, propomos solicitar à Superintendência Geral que seja encaminhado à apreciação do Colegiado desta CVM a solicitação em referência, sendo esta SRE/GER-1 responsável por relatar a presente matéria na reunião do Colegiado.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

Flavia Mouta Fernandes

Gerente de Registros 1

Ao SGE. Entendo ser interessante a tese levantada pela controladora, em particular a hipótese de conflito com a regra do preço justo em OPA de aumento de participação. Todavia, não temos elementos para caracterizar a ausência de sobrepreço na OPA em análise.

(Original assinado por)

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

[\(1\)](#) CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4º vol, tomo II. pp. 176. São Paulo: Saraiva, 2003.