

Interessados: Embratel Participações S.A. e Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A. – Embratel

Assunto: Recurso contra decisão da SRE relativa à interpretação do inciso I do artigo 15 da Instrução CVM 361/02, no âmbito de oferta pública voluntária para aquisição de ações preferenciais de emissão de NET Serviços de Comunicação

Diretor-relator: Aleksandro Broedel Lopes

Relatório

1. Em 20/08/10, Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A ("Embratel") publicou edital de oferta pública voluntária de ações de emissão da NET Serviços de Comunicação S.A. ("NET"), atendendo às exigências proferidas pela Superintendência de Registro – SRE, em ofício de 11/08/10.
2. O ofício da SRE exigia que o edital fosse publicado de modo a incluir a regra prevista no artigo 15, inciso I, da Instrução CVM nº 361/02, que dispõe a aceitação dos titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, para que o ofertante possa adquirir até 1/3 das ações em circulação da companhia^[1].
3. Em 27/09/10, a Embratel, ao apresentar manifestação para a CVM, no sentido de atender às exigências da SRE, declarou o entendimento de que, para fins do cálculo das frações referidas no dispositivo citado, deveria ser considerado o número total de ações em circulação na data de publicação do Edital.
4. A SRE, em resposta de 27/09/10, manifestou o seguinte entendimento sobre o assunto:
 - a. O *free float* a ser levado em consideração, para o cálculo da fração de 1/3 prevista no dispositivo, é aquele da data da entrada em vigor da Instrução CVM nº 345/00, ou seja, 04/09/00, conforme artigo 37, § 1º ^[2], daquela mesma Instrução;
 - b. Embora não haja indicação normativa para o cálculo da fração de 2/3, o *free float* a ser considerado, nesse caso, deve ser o verificado na data do leilão.
5. Em 07/10/10, foi realizado o leilão relativo à OPA mencionada, o qual atendeu aos critérios estabelecidos pela área técnica. No entanto, "considerando a relevância do assunto e o potencial prejuízo à Ofertante em eventuais futuras ofertas pelas ações da companhia", a Embratel protocolou, em 11/10/10, pedido de reconsideração do ofício da SRE, de 27/09/10, no qual teceu os seguintes argumentos:
 - a. O objetivo do artigo 15 da Instrução CVM nº 361/02 é manter ao menos 2/3 das ações em circulação, caso haja a adesão de mais de 1/3, mas menos de 2/3 dos acionistas;
 - b. De acordo com os critérios estabelecidos pela SRE, se houver aumento da dispersão acionária entre setembro de 2000 e a época da oferta, o esforço do ofertante para adquirir ações e o interesse dos minoritários em participar da oferta serão desconsiderados, pois restará um saldo pífio de ações que poderiam ser adquiridas. Ou seja, na hipótese de diminuição da dispersão acionária, a interpretação proposta pela SRE permite o enxugamento da liquidez da ação, prejudicando severamente os minoritários que não aderiram à oferta;
 - c. Assim, a aplicação da regra do artigo 37, § 1º ao artigo 15, I, na hipótese de variações substanciais nos níveis de liquidez das ações de companhias existentes antes de 04/09/00, poderá causar prejuízos aos acionistas minoritários de duas formas:
 - i. Reduzindo dramaticamente os níveis de liquidez das ações dos minoritários, na hipótese de diminuição das ações em circulação; ou
 - ii. Subtraindo o direito dos minoritários de vender em ofertas do controlador até 1/3 de suas ações;
 - d. Para que sejam evitadas as distorções mencionadas, é necessário que o mesmo critério seja adotado para o cálculo das duas frações (1/3 e 2/3);
 - e. Com base no artigo 34 da Instrução 361/02 ^[3], há uma série de precedentes do Colegiado deferindo alterações ou dispensas de uma série de procedimentos e formalidades, quando seu cumprimento traria desvantagens para os acionistas minoritários e para o mercado em geral.
6. Com base nos argumentos acima, a Embratel fez os seguintes pedidos:
 - a. Caso prevaleça o entendimento de que o *free float* de 04/09/00 deve ser considerado para o cômputo da fração de 1/3 prevista no inciso I do artigo 15, que a área técnica se manifeste no sentido de que o mesmo critério deve ser adotado para a determinação da fração de 2/3, prevista no *caput* do mesmo artigo; ou
 - b. Caso o entendimento seja de que a fração de 2/3 prevista no artigo 15 da Instrução 361 deva ser calculada com base no *free float* verificado à data de publicação do respectivo edital, que se determine o afastamento da aplicação do artigo 37, §1º, para o cálculo da fração de 1/3 do *free float* prevista no artigo 15, *caput* e inciso I da Instrução 361, com a aplicação do *free float* verificado à data de publicação do respectivo edital também para o cálculo dessa fração de 1/3.
7. Em 05/05/11, considerando o advento da Instrução CVM nº 487/10, que alterou os dispositivos regulamentares objeto desta consulta ^[4], solicitei nova manifestação à SRE, que, em 14/10/11, respondeu nos seguintes termos:

a. O artigo 35-A da Instrução CVM 361 [5], acrescentado pela Instrução CVM nº 487/10, seria aplicável ao caso em tela, uma vez que a NET passou por diferentes reorganizações societárias, tendo seu capital se alterado de maneira significativa, em ações preferenciais, desde setembro de 2000, "em razão de aumento de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias";

b. No processo CVM nº RJ-2010-13241, que tratou de caso semelhante, o Colegiado acolheu o entendimento da área técnica, que propôs uma fórmula para calcular o limite de 1/3 das ações em circulação previsto nos dispositivos a que se refere o artigo 35-A da Instrução 361/02. A mesma metodologia pode ser aplicável às futuras ofertas da NET.

8. Com a manifestação final da SRE, o pleito da Embratel foi submetido à apreciação do Colegiado da CVM.

Voto

1. Inicialmente, faço constar que o pedido das Recorrentes diz respeito a dispositivos que foram modificados, com o advento da Instrução CVM nº 487/10. Assim, a consulta das Recorrentes deve ser respondida à luz destes novos dispositivos.
2. Com efeito, o texto do art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, agora vigente, estabelece que, caso o número de ações em circulação que serve de base para o cálculo do limite de 1/3 tenha se alterado substancialmente, em razão de "aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias", a CVM pode autorizar ajustes em tal número.

3. Nesse sentido, a SRE se reporta a caso bastante semelhante ao presente, qual seja, o Processo CVM nº RJ-2010-13241, em que se analisou, justamente, o impacto da nova norma. Naquele processo, a SRE apresentou uma metodologia para cálculo do limite de 1/3, a qual foi acatada na respectiva decisão do Colegiado sobre o assunto. Na ocasião, inclusive, reconheceu-se que a metodologia preparada pela SRE seria adequada "para nortear a postura da área em casos futuros de mesma natureza"[6].

4. Em breve resumo, a mesma metodologia sugerida naquele caso é, segundo a SRE, também aplicável ao presente caso, e segue parâmetros abaixo reproduzidos:

"A fórmula consiste em $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$, sendo:

L(1/3): Limite de 1/3 previsto nos artigos 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361;

AC00: número de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 05/09/00;

AAC: número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 05/09/00, em decorrência de: aumentos de capital com subscrição de ações, bonificações em ações, alienação de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria, e conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3) em ações de outra classe ou espécie;

ARC: número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 05/09/00, em decorrência de: resgate, amortização ou reembolso, aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e conversão de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);

AOPS: número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 05/09/00 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias;

AQ: número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 05/09/00, por meio de OPA ou outro meio." [7]

5. Assim, considerando o entendimento da área técnica e, também, o fato de que não há, concretamente, a previsão para realização de uma nova OPA, por parte consulente, entendo que a opinião da área técnica, bem como o julgamento do Colegiado para o Processo CVM nº RJ-2010-13241, oferecem satisfatoriamente resposta à consulta ora em análise, pois norteiam a interpretação da norma vigente para casos futuros, já se levando em consideração as alterações trazidas pela Instrução CVM nº 487/10.

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de dezembro de 2011.

Alexsandro Broedel Lopes

Diretor-relator

[1] "Art. 15. Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá:

I - adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, observado, se for o caso, o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 37."

[2] "Art. 37. Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação, revogadas as Instruções CVM nos. 229/95, 299/99 e 345/00, ressalvada a aplicação da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001 às ofertas ainda não publicadas.

§1º Para efeito da aplicação às companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução do disposto nos arts. 15, inciso I, 26 e 31, parágrafo único, o limite de 1/3 das ações em circulação ali referido deverá ser calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir."

[3] Art. 34. 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.

§1º São exemplos das situações excepcionais referidas no caput aquelas decorrentes:

I - de a companhia possuir concentração extraordinária de suas ações, ou da dificuldade de identificação ou localização de um número significativo de acionistas;

II - da pequena quantidade de ações a ser adquirida frente ao número de ações em circulação, ou do valor total, do objetivo ou do impacto da oferta para o mercado;

III - da modalidade de registro de companhia aberta, conforme definido em regulamentação própria;

IV - de tratar-se de operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo, ou com atividades paralisadas ou interrompidas; e

V - de tratar-se de operação envolvendo oferta simultânea em mercados não fiscalizados pela CVM.

§2º A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.

[4] Os dispositivos passaram a vigorar com a seguinte redação:

"Art. 37. Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação, revogadas as Instruções CVM nos. 229/95, 299/99 e 345/00, ressalvada a aplicação da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001 às ofertas ainda não publicadas.

§1º Para efeito da aplicação às companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução do disposto nos arts. 15, inciso I e 26, o limite de 1/3 das ações em circulação ali referido deverá ser calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir."

[5] "Art. 35-A. A pedido do acionista controlador, a CVM poderá autorizar que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 (um terço) previsto nos arts. 15, inciso I e 26, caso esse número tenha se alterado de maneira significativa após as datas estabelecidas nos referidos dispositivos e no art. 37, §1º, em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias."

[6] Voto do Diretor Otavio Yazbek.

[7] Conforme fl. 36. A metodologia também se encontra disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7210-1.HTM>