

**Interessado:** CSIF Capital LLC

**Assunto:** Solicitação de providências com relação à OPA de aquisição de controle da Vivo

**Diretor-relator:** Alexsandro Broedel Lopes

### Relatório

1. Trata-se de recurso de CASIF Capital LLC ("Recorrente"), acionista de Vivo Participações S.A. ("Vivo") por meio de fundos geridos por Compass Group LLC, em que se questiona o preço estipulado na OPA por alienação de controle da Vivo, conforme o edital de oferta publicado pela SP Telecomunicações Participações Ltda. ("Ofertante"), sociedade controlada pela Telefónica S.A. ("Telefónica") (fls. 39 a 60).
  2. A OPA em referência está relacionada com a aquisição, pela Telefónica, da participação de 50% que Portugal Telecom SG SGPS, S.A. ("Portugal Telecom") detinha na Brasilcel N.V. ("Brasilcel"), que, por sua vez, era detentora direta do controle acionário da Vivo.
  3. Ao ser questionada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") se a referida aquisição da Brasilcel implicaria a realização OPA por Alienação de Controle, "a Ofertante decidiu observar os termos previstos no artigo 254-A e os procedimentos estabelecidos no artigo 29 da Instrução CVM 361, aplicáveis a OPA por alienação de controle (conforme definida no inciso III do art. 2º da Instrução CVM 361)"<sup>[1]</sup>.
  4. Entre as disposições contidas no edital da OPA – cujo registro foi concedido pela área técnica – consta a demonstração do "preço da oferta", que foi calculado da seguinte maneira: (i) considerou-se o valor de € 7,5 bilhões pago à Portugal Telecom, na aquisição de suas ações de emissão de Brasilcel; (ii) considerou-se como único ativo de Brasilcel a sua participação acionária em Vivo; (iii) dividiu-se o valor de € 7,5 bilhões pela quantidade de ações ordinárias e preferenciais que Brasilcel detinha de Vivo, indistintamente, chegando ao valor de € 62,68 por ação; e (iv) finalmente, multiplicou-se os referidos € 62,68 por 0,80 (80%), chegando ao valor de € 50,15 por ação objeto.
  5. É sobre o preço definido na OPA e o seu cálculo que se insurge o Recorrente.
  6. Conforme o Recorrente, o preço ofertado na OPA de Vivo não atende ao *tag along* previsto no artigo 254-A da Lei 6.404/76, da mesma forma que a demonstração justificada de preço não atende ao disposto no parágrafo 6º do artigo 29 da Instrução CVM 361. Suas razões se resumem ao seguinte:
    - i. O demonstrativo do preço da OPA se limita a informar o preço pago por Brasilcel e, a partir daí, mediante mero cálculo percentual, o preço pago por ações ordinárias e preferenciais da VIVO, às quais se atribui um único e mesmo preço. Este não seria o procedimento exigido pela legislação;
    - ii. A Ofertante não poderia atribuir um preço qualquer à OPA, segundo sua conveniência. O preço deve refletir e demonstrar os fundamentos econômicos pertinentes. No caso, deve-se levar em consideração que a Telefónica, ao adquirir a Brasilcel, buscava o controle da Vivo, e não a participação em ações preferenciais detidas pela Portugal Telecom. A Telefónica, para tanto, fez sucessivas tentativas de adquirir a Brasilcel junto à Portugal Telecom, até que, em 28/07/10, após lançar sua quarta oferta, foi anunciada a aprovação da venda do controle da Vivo pelo valor de €7.5 bilhões. Como a Brasilcel detinha ações ordinárias e preferenciais da Vivo, estas últimas foram também adquiridas pela Telefónica. No entanto, a Telefónica não teria elevado sua oferta inicial de €5.7 bilhões para € 7.5 bilhões para ter ações preferenciais da VIVO – seu objetivo era ser titular do controle da VIVO;
    - iii. Assim, contesta-se o valor implícito atribuído às ações preferenciais e ordinárias da VIVO, que estaria em desacordo com o parágrafo 6º do artigo 29 da Instrução CVM nº 361/02;
  - IV. Nesse sentido, o preço da OPA, se adotados os critérios defendidos pela legislação brasileira, não seria equivalente a €50,15 por ação, mas sim a € 81,35 por ação<sup>[2]</sup>;
  - v. Sobre o assunto, a CVM já teria se manifestado no sentido de que, dadas as particularidades da operação e dos respectivos contratos, a atribuição de mesmo valor às ações ON e PN pode ser justificada. Este, contudo, não é o caso da Vivo, em que não há plausibilidade e justificativa para prêmio das ações preferenciais.
7. Ao final, o Requerente requer as providências cabíveis para resguardar os direitos dos acionistas minoritários no âmbito da referida OPA, ainda que seja necessária a suspensão da oferta, até que se garanta que o preço da OPA da VIVO reflita o prêmio efetivamente pago pelas ações ordinárias de emissão da VIVO.
8. A Ofertante, em resposta apresentada em 25/02/11, alegou que:
  - i. A aquisição da Brasilcel, detentora de ações ordinárias e preferenciais da Vivo, teve por objetivo viabilizar a consolidação da posição do grupo Telefónica no país, além de, num plano internacional, fazer parte da estratégia global do grupo – conforme afirmou o reclamante;
  - ii. No entanto, a Telefónica, no âmbito da *joint venture*, sempre possuiu direitos de voto, veto e gestão, poder de eleger administradores da Vivo etc. Se o seu objetivo fosse a mera aquisição de ações ordinárias adicionais para que a Telefónica passasse simplesmente a ter a maioria de votos em decisões da companhia, ela poderia ter adquirido um percentual menor de ações da Brasilcel;
  - iii. Assim, o objetivo era viabilizar a integração das atividades de telefonia móvel e fixa e, dado que a Portugal Telecom não possuía qualquer participação na companhia operadora de telefonia fixa no Brasil controlada pela Telefónica (a Telesp), tal integração não seria possível enquanto a Portugal Telecom, que pertence a outro grupo de telefonia da Europa, estivesse presente na companhia de telefonia móvel do grupo (a Vivo);
  - iv. Portanto, a negociação com a Portugal Telecom sempre visou a saída da Portugal Telecom da Vivo como um todo, por meio da aquisição da totalidade de suas ações na Brasilcel e com todos os seus ativos. Isso seria um demonstrativo de que a Telefónica não teria pago mais pelas ações ordinárias da Vivo do que pelas ações preferenciais;

- v. Com relação ao preço de aquisição, desde a divulgação do primeiro fato relevante que noticiava a primeira oferta feita à Portugal Telecom, de 10/05/10, foi informado o valor total da oferta pública de aquisição das ações ordinárias da Vivo como sendo equivalente a 80% do preço atribuído a cada ação ordinária detida pela Brasilcel, cujo cálculo já considerava o mesmo valor para as ações ordinárias e preferenciais da Vivo;
  - vi. Dos quase 60% do capital social da Vivo detidos pela Brasilcel, 29,0% correspondiam a ações preferenciais e 30,5% correspondiam a ações ordinárias, o que demonstra que a quantidade de ações preferenciais adquiridas indiretamente pela Telefónica é relevante, de forma que fazia o mesmo sentido econômico a aquisição de ações PN e ON da Vivo;
- Vii.** Por outro lado, antes da divulgação da primeira oferta feita à Portugal Telecom pela sua participação na Brasilcel, as ações ordinárias e preferenciais da Vivo eram negociadas em patamares muito próximos[3];
- viii. Após, a cada oferta efetuada à Portugal Telecom, desde o anúncio da primeira delas, o valor de mercado das ações ordinárias da Vivo se ajustava ao montante equivalente a 80% do preço oferecido (sem superá-lo), considerando o mesmo valor implícito para as ações ordinárias e preferenciais da Vivo;
  - ix. Sobre o assunto, a CVM, em posicionamento recente, considerou que eventual "sobrepço" pago pelas ações preferenciais se justifica e não constitui fraude ou desvio de preço das ações ordinárias para efeito de cálculo do valor a ser oferecido na OPA aos minoritários
9. A SRE, após avaliar precedentes semelhantes, já julgados pelo Colegiado, ponderou que (i) o preço envolvido no negócio encontra-se devidamente refletido no contrato firmado entre a Telefónica e a Portugal Telecom; e (ii) a aquisição das ações preferenciais de emissão de Vivo era condição do negócio por parte de Telefónica e de Portugal Telecom. Nesse sentido, conclui que o preço ofertado para as ações objeto na OPA de Vivo atende ao *tag along* previsto no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76; e a demonstração de preço apresentada encontra-se devidamente justificada, nos termos do parágrafo 6º do artigo 29 da Instrução CVM nº 361/02.
10. Ao final, a SRE propõe: (i) a manutenção da decisão de registrar a OPA de Vivo, nos termos do edital publicado em 16/2/11; e (ii) o indeferimento do pleito de efeito suspensivo formulado pelo Recorrente.

É o relatório.

#### Voto

1. O presente caso envolve discussão já realizada em situações passadas, acerca de uma possível manobra para reduzir a base de cálculo do *tag along*, previsto no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 [4]. Explique-se:
2. Conforme a explanação doutrinária colacionada pela área técnica, de Carlos Augusto Junqueira [5], é possível, em operações de aquisição de controle, que o Ofertante negocie com o Controlador a compra de um "pacote" de ações ON e PN, sem discriminação do preço a ser pago por cada tipo de ação, individualmente. Em princípio, não há óbice legal, tampouco negocial, para tal ocorrência, pois para o controlador-vendedor o que importa é o preço recebido pelo total das ações vendidas (ON e PN). Para os minoritários, no entanto, a situação pode gerar distorções.
3. Resumidamente, a identificação do chamado "sobrepço" no pagamento das ações PN, na venda em conjunto com as ações representativas do controle de uma companhia aberta, seria um indício de uma tentativa de se reduzir o cálculo do *tag along*, conforme a previsão da Lei. É nesse sentido a conclusão de parecer jurídico Parecer/CVM/SJU/nº30, de 28/04/82, citado nos autos:  
  
"A venda de ações preferenciais pertencentes ao controlador, a preço superior ao cotado em bolsa, concomitantemente à alienação das ações ordinárias constituintes do bloco de controle de companhia aberta, configura artifício empregado pelos pactuantes com o objetivo de diluir o preço real pago pelo controle, via elevação do valor das preferenciais, não abrangidas pela oferta pública.  
  
Operações da espécie conduzem-nos a pressupor tratar-se de artifício, por parte dos pactuantes da alienação, com o objetivo de diluir o preço real pago pelo controle (ações ordinárias), via elevação do valor das preferenciais, sobre as quais não se estende a oferta pública. Evidente é o prejuízo que sofreriam os minoritários detentores de ações ordinárias, caso concretizada a operação."
4. Entretanto, constatação do "sobrepço" é apenas um indício, o que não exime a autarquia de analisar os demais fatores que envolveram a negociação de aquisição de controle. Essa é a conclusão que se extrai de precedentes mais recentes, nos quais avaliou-se, em detalhes, a justificação do preço apresentada pelos Ofertantes.
5. Nesse sentido, o caso "Trafo", citado pelas partes e pela área técnica, consolidou o entendimento da autarquia – anteriormente manifestado no caso "Arcelor"[6] – no sentido de que é preciso mais do que a constatação do "sobrepço" para que se caracterize a tentativa de burla à lei.
6. Sobre o assunto, o memorando da área técnica, preparado para o aludido caso "Trafo" [7], indicou bem o contexto em que o caso foi analisado:  
  
"Cumpra salientar que, de acordo com o precedente recente de Arcelor Brasil S.A., deve-se *a priori* considerar válidos os termos ajustados nos instrumentos contratuais apresentados a esta CVM, sem prejuízo da análise da existência de indícios de fraude, que visem burlar as regras da lei societária.  
  
Assim sendo, num primeiro momento, deve a CVM identificar se o sobrepço pago às ações preferenciais, na venda em conjunto com as ações representativas do controle de uma companhia aberta, levaria à constatação do referido indício.  
  
Nessa linha de atuação, os precedentes em que a CVM se deparou com sobrepço atribuído às ações preferenciais são manifestamente favoráveis ao lançamento do referido sobrepço ao valor das ações ordinárias representativas do controle da companhia".
7. Diante desse contexto, o Colegiado, considerando a minuciosa análise da área técnica acerca dos fatores envolvidos na operação, concluiu que

a venda conjunta de ações ordinárias e preferenciais foi condição imposta pelo principal acionista do bloco de controle da "Trafo". Por essa razão, firmou-se o entendimento de que deve prevalecer a vontade exarada no contrato, em contraposição a eventuais indícios de fraude ("sobrepço", por exemplo), como se vê de trecho de voto proferido para o processo: "Essa conclusão me parece a mais razoável diante das características do caso, inclusive porque considero que se deve, em princípio, presumir a veracidade de contratos firmados"[\[8\]](#).

8. Não se pode ignorar, portanto, a possibilidade de imposição, por parte do vendedor do controle, para que o negócio envolva a totalidade de ações por ele detidas, independentemente do tipo de cada uma delas. Essa imposição pode ocorrer, por exemplo, nos casos em que o detentor do controle pretenda, com a venda, se desvencilhar completamente da companhia.
9. E essa hipótese, ao que tudo indica, se aproxima das explicações dadas pela Telefónica para a negociação das ações da Vivo, com a Portugal Telecom, pelo mesmo preço para os tipos ON e PN.
10. De fato, a Telefónica apresentou justificativa bastante pertinente ao explicar o porquê da compra do "pacote" de ações ON e PN detidas pela Portugal Telecom: o principal objetivo do negócio, de integrar as atividades de telefonia móvel (Vivo) e fixa (Telesp, também controlada pela Telefónica), não seria possível enquanto a Portugal Telecom, que pertence a outro grupo de telefonia da Europa, mantivesse sua participação na Vivo.
11. Frise-se, oportunamente, que esse objetivo da Telefónica, de integrar as atividades com a aquisição das ações da Vivo, é reconhecido pelo próprio Recorrente.
12. Por outro lado, com relação à diferença de preço das ações – e o alegado indício de "sobrepço" na negociação das PNs – a questão não parece tão simples. Vejamos.
13. Num primeiro momento, tem-se que as ações ON e PN da Vivo, antes da divulgação da primeira oferta feita à Portugal Telecom, eram negociadas em patamares muito próximos. Isso seria, portanto, um contra-indício da intenção da Telefónica de burlar o *tag along* – obviamente, se os preços eram similares à época, não havia que se falar em "sobrepço".
14. Imediatamente após a divulgação do primeiro fato relevante que noticiava a oferta feita pela Telefónica à Portugal Telecom [\[9\]](#), em 10/05/10, houve um descolamento dos preços entre os diferentes tipos de ação da Vivo. O mercado, provavelmente, reajustou o preço das ações ON, que teriam direito ao *tag along*, ao valor da oferta da Telefónica.
15. Todavia, conforme relatado, a primeira oferta não foi aceita pela Portugal Telecom, tendo sido realizadas novas propostas pela Telefónica, até que, em 28/07/10, alcançou-se um valor para a negociação das ações ON e PN da Vivo. Nesse ínterim, o mercado seguiu ajustando os preços das ações em equiparação aos valores das propostas apresentadas pela Telefónica, aumentando ainda mais a diferença no preço entre as ações ON e PN.
16. O Recorrente, por sua vez, fundamenta o seu pedido justamente nessa posterior (e crescente) diferença entre os preços das ações ON e PN da Vivo. A meu ver, essa diferença, verificada posteriormente no mercado, não é, por si, suficiente para concluir que a oferta da Telefónica, feita para a aquisição de todo o "pacote" de ações da Vivo, visava à manipulação do valor do *tag along*. Na verdade, a Telefónica bem justificou a realização das sucessivas ofertas à Portugal Telecom, nas quais alterou-se, essencialmente, o preço total para a aquisição do bloco de ações ON e PN da Vivo – afinal, era essa a sua intenção, desde a primeira oferta.
17. Assim, para que se chegasse à conclusão do Recorrente, seria preciso outras evidências e provas, que não encontro nos autos. Ao contrário, somente verifico a coerência na justificativa da Telefónica, que, por sinal, se baseia em fatos públicos, que não divergem nem mesmo da versão dos fatos trazida pelo Recorrente.
18. Pelo exposto, diante dos elementos contidos nos autos, entendo que há justificativas razoáveis para a utilização do mesmo valor, pela Telefónica, na aquisição das ações ON e PN da Vivo. Por essa mesma razão, não vislumbro, apenas diante dos argumentos do Recorrente, tentativa de manipulação do preço das ações ON adquiridas pela Telefónica, para efeito de subversão do cálculo do *tag along* na OPA que será realizada.
19. Voto, portanto, pelo indeferimento do recurso e manutenção da decisão da área técnica.

É como eu voto.

Rio de Janeiro, 17 de março de 2011

Alexsandro Broedel Lopes

Diretor-relator

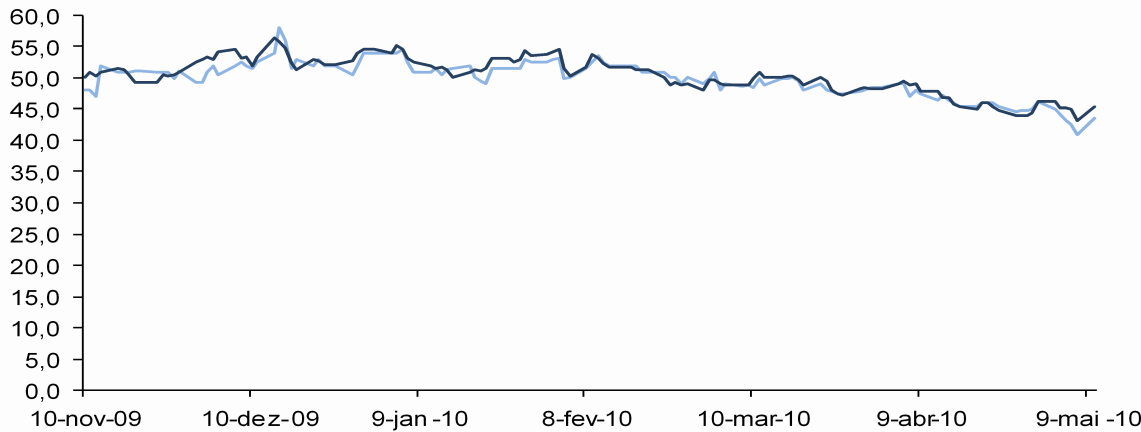
[\[1\]](#)Conforme explicação contida no edital da OPA – fls. 41.

[\[2\]](#)Para alcançar o valor apontado, de € 81,69, o Recorrente apresenta a seguinte tabela de cálculo:

A)	Valor implícito pago por VIVO	€ 14,884 bn
B)	Valor Mercado de VIVO4 (média 90 pregões anteriores a 28-jul)	€ 20,93 (*) R\$ 48,00
C)	Valor implícito pago por VIVO3 (A*50% - (B))	€ 102,12
D)	Tag Along de VIVO3 (80%*C)	€ 81,69

(\*) Cotação Real / Euro (média 90 dias anteriores a 28-jul) = 2.2934

[3] Sobre esse argumento, a Ofertante apresentou o gráfico abaixo:



[4] A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. [\(redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)"

[5] SIQUEIRA, Carlos Augusto J., *Transferência do Controle Acionário: Interpretação e Valor*. Niterói: FMF, p. 447 a 449.

[6] Cumpre, aqui, transcrever a conclusão de voto do então Presidente Marcelo Trindade, para referido caso "Arcelor" (Processo Administrativo CVM RJ 2007/1996), em que foram desenvolvidas "Balizas para a atuação da CVM em casos futuros":

"i. também em casos em que exista obrigação de realizar oferta por aquisição indireta de controle, e não por alienação, aplica-se o dever de demonstração justificada do preço de que trata o § 6º do art. 29 da Instrução 361/02, cabendo à CVM verificar se a demonstração foi feita de maneira adequada;

ii. a justificação do preço pode ser feita, em quaisquer casos, por instrumentos contratuais, se houver, ou outros documentos que comprovem com razoabilidade a parcela do preço correspondente à companhia controlada, como o prospecto ou o edital da oferta, devendo o preço resultante de tais documentos ser aceito pela CVM, salvo prova definitiva da existência de uma parcela adicional de preço não indicada, caso em que a oferta somente será registrada se tal parcela for desde logo acrescida ao preço;

iii. se a CVM entender que existem indícios de que o preço informado nos documentos não é o verdadeiro, não poderá negar registro à oferta, devendo iniciar investigação em paralelo e, ficando comprovada a fraude, formular acusação, inclusive frente ao intermediário, sem prejuízo da indenização a ser postulada pelos destinatários da oferta;

iv. na ausência de instrumentos contratuais ou outros documentos que comprovem a parcela do preço correspondente à companhia controlada, o ofertante poderá justificar o preço por ele indicado por outros meios, cabendo à CVM examinar tais justificativas, e obter outros elementos que lhe permitam chegar a uma conclusão quanto a ter sido feita a adequada demonstração do preço; e

v. 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."

[7] SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 240/2007, preparado para o Processo CVM nº RJ-2007-3296.

[8] Voto da Presidente Maria Helena Santana para o Processo CVM nº RJ-2007-3296.

[9] Gráfico obtido em [http://www.bmfbovespa.com.br/sig/FormConsultaEvolucaoPrecos.asp?strTipoResumo=GRAF\\_EVOLUCAO\\_PRECOS&strSocEmissora=VIVO&strDtReferencia=02/2011&strIdioma=P&intCodNivel=1&intCodCtrl=120#](http://www.bmfbovespa.com.br/sig/FormConsultaEvolucaoPrecos.asp?strTipoResumo=GRAF_EVOLUCAO_PRECOS&strSocEmissora=VIVO&strDtReferencia=02/2011&strIdioma=P&intCodNivel=1&intCodCtrl=120#), em 16/03/11.

**Evolução Mensal dos Preços nos Últimos 12 meses (base 100 = 01/03/10)**

