

Interessados: Mainstay Ações Master FIA; Mainstay Long Short FIM; Mainstay Multiestratégia Master FIM; Nest ARB Master FIM; Nest Ações Master FIA; UV Sequóia FIM – Investimento no Exterior – Crédito Privado; UV Plátano FIM – Investimento no Exterior – Crédito Privado; UV Ipê FIM – Investimento no Exterior – Crédito Privado; UV Baobá FIM – Investimento no Exterior – Crédito Privado; Embratel Participações S.A.; Empresa Brasileira de Telecomunicações S.A.; e GB Empreendimentos e Participações S.A.

Assunto: Aplicação das regras relativas à OPA por aumento de participação a uma OPA por alienação de controle cumulada com uma OPA para saída de nível

Diretor Relator: Otavio Yazbek

Declaração de Voto

I. Objeto e Principais Fatos

1. O presente caso envolve a questão da aplicabilidade também do regime da OPA por aumento de participação à OPA resultante da cumulação da OPA por alienação de controle com a OPA para saída de nível da Net Serviços de Comunicação S.A. ("Net").
2. Parece relevante, para os fins do presente voto, chamar a atenção para os seguintes fatos:
 - i. sociedades controladas pela Teléfonos de México S.A., de C.V. ("Grupo Telmex") celebraram, em 27.6.2004, um contrato com o antigo controlador da Net, disciplinando a aquisição, pelo Grupo Telmex, de uma participação significativa no capital da Net e na sua controladora, a GB Empreendimentos e Participações S.A. ("GB") – em função deste contrato, o Grupo Telmex tornou-se titular de 38% das ações ordinárias da Net e de 48% do capital votante da GB;
 - ii. quando da implementação desta aquisição, em 21.3.2005, também se concedeu ao Grupo Telmex uma opção para adquirir uma participação adicional no capital da GB e, assim, tornar-se controladora indireta da Net. O exercício desta opção, contudo, estava condicionado a alterações legislativas e regulamentares que permitissem que o controle da Net fosse exercido por estrangeiros;
 - iii. ainda antes de poder exercer esta opção de compra, o Grupo Telmex decidiu lançar uma OPA voluntária visando a aquisição de todas as ações preferenciais da Net ("OPA Voluntária"). Em razão desta oferta, cujo leilão ocorreu em 7.10.2010, e do *put* dela decorrente, o Grupo Telmex adquiriu ações representativas de 72,94% das ações preferenciais que, no momento do leilão, estavam em circulação. Somando essas ações às que já eram de sua titularidade, o Grupo Telmex elevou a sua participação no capital preferencial da Net para 97,63%; e
 - iv. depois das alterações legislativas promovidas pela Lei n.º 12.485, de 12.9.2011, e posteriormente à autorização formalizada pela Anatel, em 5.3.2012, o Grupo Telmex exerceu a opção de compra acima mencionada e se tornou controlador direto da GB e, indiretamente, da Net.
3. Assim, uma vez configurada a alienação de controle, o Grupo Telmex, que já deveria realizar uma OPA para cumprir com o art. 254-A da Lei n.º 6.404/1976, decidiu cumular, a esta oferta, uma OPA para saída do nível 2 de governança corporativa BM&FBovespa^[2]. Realizou-se, assim, em 5.4.2012, uma assembleia geral extraordinária que aprovou, por maioria, "*a descontinuidade das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2 da BM&FBovespa*".
4. Apresentado edital da oferta para registro na CVM, acionistas titulares de ações preferenciais da Net ("Recorrentes"), inconformados com a decisão do Grupo Telmex de proceder com a oferta sem seguir os procedimentos relativos a uma OPA por aumento de participação, apresentaram uma reclamação.
5. A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE"), contudo, entendeu não serem aplicáveis, no presente caso, as disposições relacionadas à OPA por aumento de participação, essencialmente, porque "*as novas aquisições que as Ofertantes se propõem a fazer por meio dessa oferta não decorrem de sua vontade ou estratégia em aumentar participação nas ações em circulação da sua controlada, diminuindo a liquidez de tais ações*".

II. Pedido de Vista

6. Foi justamente por discordar desta assertiva da SRE (do seu uso como fundamento da decisão, para ser mais específico) que pedi vista do presente processo.
7. A meu ver, nem o § 6º do art. 4º da Lei n.º 6.404/1976^[3] nem a Instrução CVM n.º 361/2002 estabelecem a intenção de "*diminuir a liquidez*" como um dos elementos necessários à deflagração da OPA por aumento de participação.
8. O que, na verdade, se tem é a lei prevendo, como hipótese de incidência das regras relativas à OPA por aumento de participação, a redução da liquidez das ações em mercado perpetrada por controlador e a Instrução da CVM concretizando o critério para se aferir quando há e quando não há essa redução de liquidez.
9. Mas o importante a destacar é que, seja para a lei, seja para a instrução, não importa a vontade do agente de promover aquela redução de liquidez, mas sim os efeitos de seus atos.

III. OPA para Saída de Nível como OPA Obrigatória?

10. Outro argumento que também foi bastante discutido nos autos, mas que, a meu ver, não é verdadeiramente relevante para o deslinde da questão ora sob análise é o da caracterização da OPA por saída de nível como obrigatória ou voluntária.
11. E, embora entenda que estamos diante de uma oferta essencialmente voluntária, tal fato, tal como bem identificado pela SRE, parece-me irrelevante para o deslinde do presente caso. Com efeito, para decidir sobre a incidência ou não das regras relativas à OPA por aumento de participação, não parece necessário saber se estamos diante de uma oferta obrigatória ou voluntária.
12. Embora haja ainda outros pontos, no presente caso, que talvez merecessem alguma atenção, cingir-me-ei àqueles dois que me parecem verdadeiramente centrais e que explorarei na sequência, que são: (i) o da exigibilidade ou não da OPA do art. 26 da Instrução CVM

n.º 361/2002, ou, melhor dizendo, da OPA do § 6º do referido dispositivo^[4]; e (ii) o da exigibilidade de OPA em razão do disposto no § 2º do art. 37 da mesma Instrução^[5].

IV. A interpretação do § 6º do art. 26

13. Como disse, a primeira das questões que verdadeiramente se impõem para decisão, a meu ver de forma inédita, no presente caso, é a da exigibilidade de OPA em razão do disposto no § 6º do art. 26 da Instrução CVM n.º 361/2002. Na verdade, o que se deve, aqui, decidir, é se *in abstracto* existe uma OPA autônoma no § 6º do art. 26.
14. Isso porque os Recorrentes sustentam, em síntese, que o referido dispositivo cria uma hipótese de OPA distinta daquela do *caput* do mesmo artigo. Assim, se o *caput* trata da OPA por aumento de participação propriamente dita, deflagrada por aquisições que superem o patamar ali estabelecido efetuadas por outro meio que não uma OPA, o § 6º estabelecerá uma obrigação de, a partir da aquisição de 1/3 das ações em circulação, por qualquer meio, apenas realizar novas aquisições por meio de uma OPA por aumento de participação.
15. Já para o Grupo Telmex, não há autonomia do § 6º em face do *caput* do art. 26. E, na opinião dos ofertantes, inclusive por conta da remissão que o parágrafo faz ao *caput*, a análise conjunta dos dois dispositivos levaria, inevitavelmente, à conclusão de que OPAs não fazem incidir nem o *caput* nem o § 6º do art. 26.
16. Foi nesse sentido que Nelson Eizirik, em parecer que elaborou para o presente caso, concluiu que o § 6º teria exclusivamente a finalidade de impedir "*que novas aquisições de ações [fossem] realizadas pelo controlador que ultrapassou o limite de 1/3 das ações em circulação privadamente ou em bolsa de valores até que ele promova a OPA de que trata o caput, qual seja, a OPA por aumento de participação decorrente destas aquisições privadas*".
17. Concordo com esta posição. O § 6º do art. 26, tal como incluído pela Instrução CVM n.º 487, de 25.11.2010, visa, basicamente, fortalecer a regra do *caput* e a do §1º do art. 26.
18. A ideia é que, uma vez preenchidos os elementos que compõem o suporte fático do *caput* do art. 26 ou do §1º (*i.e.*, uma vez deflagrada a obrigação de realizar a OPA por aumento de participação), o controlador e os outros sujeitos mencionados no § 6º não possam adquirir novas ações privadamente ou em bolsa até que se cumpra com a obrigação de realizar uma OPA por aumento de participação.
19. Mas, como disse, para que cheguemos ao ponto de considerar a incidência do §6º, é necessário que, antes, o *caput* ou o §1º tenha incidido e que, por consequência, já exista a obrigação de o controlador realizar uma OPA por aumento de participação. É só aí, nesse segundo momento, que "*o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada*" passam a se sujeitar ao dever contido no §6º de não "*realizar novas aquisições de ações [exceto se] por meio de OPA por aumento de participação*".
20. Nesse sentido, não me parece que o § 6º do art. 26 faça deflagrar, no presente caso, uma OPA por aumento de participação especial.

V. A questão do § 2º do Art. 37

21. O segundo ponto que vale explorar, como já esclarecido, é o da obrigatoriedade de realização de OPA por aumento de participação, no presente caso, com fundamento no § 2º do art. 37 da Instrução CVM n.º 361/2002.
22. Contudo, ao que me parece, tampouco este artigo incide no presente caso. A redação do artigo (que remete somente ao inciso I do art. 15 e ao verbo "atingir") deixa claro que sua hipótese de incidência se volta para as situações em que o limite de um terço foi *atingido* por meio de uma oferta que, tendo obtido adesões superiores a um terço, restringiu-se a adquirir só um terço.
23. É de se lembrar, ademais, que esta situação já poderia ocorrer sob a égide da Instrução CVM n.º 299/1999, tal como alterada pela Instrução CVM n.º 345/2000. Lá, no caso de o controlador realizar uma oferta visando mais de um terço das ações em circulação, ele deveria fazer constar do edital se, na hipótese de acionistas representando mais de um terço das ações em circulação efetivamente aceitarem a oferta, ele iria (i) desistir da oferta; (ii) adquirir, proporcionalmente, o número de ações de propriedade dos aceitantes da oferta, até o limite de um terço das ações em circulação; ou (iii) iniciar novo procedimento de oferta pública, com observância das regras da Instrução CVM n.º 229, de 16.1.1995.
24. Em outras palavras, poderia o controlador, se assim desejasse, adquirir só um terço das ações em circulação e, assim, evitar a incidência das regras relacionadas ao procedimento aplicável ao cancelamento de registro, notadamente aquelas relativas ao laudo de avaliação.
25. Mas, inclusive porque, nesta hipótese, o controlador evitava a incidência das regras relativas à avaliação, o regulador entendeu pertinente esclarecer, no § 2º do art. 37 da Instrução CVM n.º 361/2002 – que, vale lembrar, está inserido na seção referente às "Regras de Vigência" –, que o controlador somente poderia fazer novas aquisições "*mediante OPA por aumento de participação*".
26. Nesse sentido, não me parece que estejamos, no presente caso, diante de uma das hipóteses que o § 2º do art. 37 veio a disciplinar, nomeadamente, aquelas em que o limite de um terço foi atingido por meio de uma oferta que, tendo obtido adesões superiores a um terço, restringiu-se a adquirir só um terço. Por este motivo, não me parece que tampouco este dispositivo sirva de fundamento para a incidência das regras relativas a OPA por aumento de participação.

VI. Conclusão

27. Ante o exposto, entendo que as regras relativas a OPA por aumento de participação não incidem no presente caso, motivo pelo qual voto pelo não provimento do recurso apresentado pelos Recorrentes.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 30 de julho de 2013.

Otávio Yazbek
Diretor Relator

[1] Para uma descrição mais detalhada dos fatos, remeto ao Memo/SRE/GER-1/n.º 099/2012, de 22.11.2012, referente ao Processo CVM n.º RJ 2012/6422, julgado em 27.11.2012, e, ainda, ao MEMO/SER/GER-1/n.º 02/2013, de 10.1.2013, referente ao presente recurso.

[2] O Grupo Telmex, num primeiro momento, propôs a realização de uma OPA contemplando também a OPA de cancelamento de registro, mas acabou por desistir desta opção quando alguns acionistas da Net requereram, com fundamento no art. 4º-A da lei acionária, a convocação de uma assembleia para deliberar sobre nova avaliação da Net.

[3] Art. 4. (...) § 6º 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.

[4] Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37. §1º Caso as pessoas referidas no caput detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o caput, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida. (...) § 6º Uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no caput, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação.

[5] Art. 37. (...) §2º Ainda para efeito das companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução, caso o ofertante, nas ofertas de que trata o caput do art. 15, já tenha atingido o limite a que se refere o inciso I do mesmo artigo, calculado na forma do parágrafo anterior, nova aquisição de ações somente poderá ser realizada mediante OPA por aumento de participação, com as limitações ali estabelecidas.