



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**Processo Administrativo CVM nº RJ2011/2817**

Reg. Col. nº 7695/2011

**Interessados:** EDP – Energias do Brasil S.A.  
GIF I Fundo de Investimento em Participações  
GIF II Fundo de Investimento em Participações  
Banco Fibra S.A.  
Fibra Incentivado – Fundo Mútuo de Ações Incentivadas  
Fibra Asset Management DTVM Ltda.  
Elizabeth S.A. Indústria Têxtil  
Antonio José Gonçalves Fraga Filho  
Textilia S.A.  
Jacinta Campio dos Santos  
Flavio Samuel Disitzer  
Taquari Participações S.A.

**Assunto:** Recursos contra decisão da SRE que determinou a realização de oferta pública de aquisição de ações preferenciais de emissão da Investco S.A.

**Diretor Relator:** Henrique Balduino Machado Moreira

### Relatório

#### I. Objeto

1. Trata-se de recursos interpostos por (i) EDP – Energias do Brasil S.A. (“EDP”); e (ii) GIF I Fundo de Investimento em Participações, GIF II Fundo de Investimento em Participações, Banco Fibra S.A., Fibra Incentivado – Fundo Mútuo de Ações Incentivadas, Fibra Asset Management Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda., Elizabeth S.A. Indústria Têxtil, Antonio José Gonçalves Fraga Filho, Textilia S.A., Jacinta Campio dos Santos, Flavio Samuel Disitzer e Taquari Participações S.A. (“Reclamantes”) contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) que analisou a obrigatoriedade de realização, pela EDP, na qualidade de acionista controladora da Investco S.A. (“Investco” ou “Companhia”), de ofertas públicas de aquisição de ações (“OPA”) por aumento de participação a ser dirigida aos acionistas detentores de ações preferenciais de emissão da Investco.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### II. Origem

2. O presente caso tem origem no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/3647, no qual, com base no MEMO/SRE/GER-1/Nº184/2010 (fls. 39-52), a SRE proferiu a decisão ora recorrida.

3. Naquela ocasião, a SRE analisou reclamação apresentada pelos Reclamantes, na qualidade de acionistas da Investco, quanto à necessidade de realização, pela EDP, de OPA por aumento de participação para aquisição das ações preferenciais de emissão da Companhia, nos termos do §4º do art. 6º da Lei nº 6.404, de 1976<sup>1</sup> e do art. 26, caput e §1º da Instrução CVM nº 361, de 2002<sup>2</sup>.

4. Os fatos e alegações analisados pela SRE, bem como os fundamentos de sua decisão encontram-se sucintamente relatados abaixo.

#### *a. Evolução do capital social da Investco*

5. Para analisar a necessidade ou não de realização de OPA por aumento de participação pela EDP, bem como conferir as alegações apresentadas tanto pelos Reclamantes quanto pela própria EDP, a SRE verificou, com base em documentos disponibilizados publicamente, a evolução do capital social da Companhia e da participação detida pela EDP e sociedades por

---

<sup>1</sup> Art. 4º, § 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.

<sup>2</sup> Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76, 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 ou classe em circulação na data da entrada em vigor desta Instrução, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37. (Redação anterior à alteração promovida pela Instrução CVM nº 487, de 2010).

§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.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ela controladas.

6. Conforme acordo de acionistas da Investco celebrado em 17.11.1997 (“Acordo de Acionistas de 1997”) (fls. 59-73)<sup>3</sup>, o capital social da Companhia, naquela data, era dividido conforme segue:

Acionista	Nº de ações (ON)
Companhia de Energia Elétrica do Estado do Tocantins - CELTINS	100.000
Empresa de Eletricidade Vale Paranapanema S.A. (“Vale”)	310.000
Companhia Paulista de Energia Elétrica – CPEE	140.000
Companhia Energética de Brasília – CEB	200.000
EDP – Electricidade de Portugal S.A.	250.000
Total	1.000.000

7. Posteriormente, considerando que a Investco e os detentores de ações ordinárias de sua emissão se tornaram parte de um consórcio para a exploração do Aproveitamento Hidrelétrico Lajeado e Sistema de Transmissão Associado (“AHE Lajeado”), nos termos do Contrato de Concessão nº 05/97 – ANEEL, foi celebrado novo acordo entre os acionistas da Companhia. Nesse acordo, datado de 31.7.1998 (“Acordo de Acionistas de 1998”) (fls. 74-91)<sup>4</sup>, consta que, na mesma data de sua celebração, houve a subscrição de ações ordinárias pelos então acionistas da Investco, bem como a subscrição de ações preferenciais resgatáveis (“Ações PNR”) pela Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobrás.

8. Nos termos do Acordo de Acionistas de 1998, a composição do capital social da Investco foi modificada em 31.7.1998 da seguinte forma:

<sup>3</sup> O Acordo de Acionistas de 1997 tem como objeto “a) regular o exercício do direito de voto nas assembleias gerais da Investco que deliberem sobre a eleição dos membros do Conselho de Administração; b) regular o exercício do direito de preferência na alienação de ações; c) estabelecer normas para a participação na licitação da Usina Hidrelétrica Lajeado; e d) estabelecer critérios para o aporte de capital na Investco; e e) garantir preço mínimo da parcela da energia pertencente aos produtores independentes” (fls. 60/61). Conforme mencionado no formulário de referência entregue pela Companhia em 30.5.2014, esse acordo ainda se encontra em vigor.

<sup>4</sup> O Acordo de Acionistas de 1998 tinha como objeto “regular: (i) os direitos das ações preferenciais resgatáveis da Investco de titularidade da Eletrobrás e as condições do respectivo resgate; (ii) o exercício do direito de preferência nas alienações de ações preferenciais resgatáveis; (iii) a opção de compra de ações preferenciais resgatáveis outorgada pela Eletrobrás às demais Acionistas; e (iv) a outorga à Eletrobrás pelas demais Acionistas e pela Investco de garantia ao resgate das ações preferenciais de que a Eletrobrás é titular” (fl. 80).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Acionista	Antes de 31.7.1998		Após 31.7.1998	
	Nº de ações ON	Nº de ações PNR	Nº de ações ON	Nº de ações PNR
CELTINS	1.178.431	0	7.679.411	0
Vale	3.957.057	0	23.806.175	0
CPEE	1.649.804	0	10.751.175	0
CEB	2.356.861	0	15.358.823	0
EDP Brasil Ltda.	2.946.078	0	19.198.529	0
Eletrobrás	0	0	0	147.058.824
Outros	8	0	8	0
Total	12.088.239	0	76.794.121	147.058.824

9. Em 29.12.1999, foi celebrado o primeiro aditamento ao Acordo de Acionistas de 1998 (fls. 92-100), consignando a alteração na participação detida por seus signatários, a adesão de novos acionistas e a realização de um novo aporte pela Eletrobrás. Como resultado dessas alterações, o capital social da Investco passou a ser distribuído conforme segue:

Acionistas	Nº de ações ON	Nº de ações PNR
CELTINS	9.110.560	0
Vale	16.126.762	0
CPEE	3.071.815	0
CEB	15.358.823	0
EDP Brasil Ltda.	21.234.726	0
Eletrobrás	0	187.736.790
Centrais Elétricas Matogrossenses S.A. – CEMAT	1.908.214	0
Centrais Elétricas do Pará S.A. – CELPA	7.679.411	0
Companhia Sul Paulista de Energia (“Sul Paulista”)	2.303.800	0
Outros	8	0
Total	76.794.121	187.736.790

10. Em 1.3.2000 e, portanto, depois de concedido o registro de companhia aberta à Investco<sup>5</sup>, foi celebrado o segundo aditamento ao Acordo de Acionistas de 1998 (fls. 101-108). Com base nas informações ali contidas, o capital social da Companhia encontrava-se distribuído da seguinte forma:

Acionistas	Nº de ações ON	Nº de ações PNR
CELTINS	9.396.834	0
CPEE	5.174.940	0

<sup>5</sup> Conforme indicado no site da CVM, o registro de companhia aberta foi concedido em 4.2.2000.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

CEB	25.874.418	0
EDP Brasil Ltda.	35.773.323	0
Eletrobrás	0	187.736.790
Sul Paulista	3.881.140	0
Rede Lajeado Energia S.A.	49.271.424	0
Outros	8	0
Total	129.372.079	187.736.790

**11.** Conforme deliberações tomadas em assembleia geral em 25.10 e 29.12.1999 e aumento de capital aprovado em 30.6.2000, a Investco emitiu: (i) 16.288.514 ações preferenciais classe A (“Ações PNA”), as quais deveriam ser obrigatoriamente integralizadas com recursos provenientes do Fundo de Investimento da Amazônia – FINAM; e (ii) 5.156.240 ações preferenciais classe B (“Ações PNB”)<sup>6</sup>, integralmente subscritas por “terceiros, também não ligados ao controle da Companhia” (fl. 40).

**12.** Posteriormente, em 27.6.2001, foi celebrado o terceiro aditamento ao Acordo de Acionistas de 1998 (fls. 109-117), no qual foi regulada a subscrição de novas Ações PNR pela Eletrobrás, bem como foi consignada a sucessão e a alteração da participação dos signatários desse acordo. Com base nas informações indicadas nesse e em outros documentos disponibilizados publicamente pela Companhia<sup>7</sup>, observa-se que a distribuição do capital social da Investco em 27.6.2001 correspondia a:

Acionistas	Nº de ações ON	Nº de ações PNR	Nº de ações PNA	Nº de ações PNB
Rede Lajeado Energia S.A.	58.668.258	0	0	0
Paulista Lajeado Energia S.A.	9.056.080	0	0	0
CEB Lajeado S.A.	25.874.418	0	0	0
EDP Lajeado Energia S.A.	35.773.323	0	0	0
Eletrobrás	0	234.452.118	0	0
FINAM	0	0	16.288.514	0
Outros	8	0	0	5.156.240
Total	129.372.079	234.452.118	16.288.514	5.156.240

**13.** Em 2005, em virtude de uma reorganização societária e financeira da Investco, a Eletrobrás alienou aos acionistas Rede Lajeado Energia S.A. (“Rede Lajeado”), Paulista

<sup>6</sup> Informações constantes do ITR relativo a 30.6.2000 e apresentado pela Companhia em 15.8.2000.

<sup>7</sup> Como exemplo, vide ITR relativo a 30.6.2000 e apresentado pela Companhia em 13.8.2001.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Lajeado Energia S.A. (“Paulista Lajeado”), CEB Lajeado S.A. (“CEB Lajeado”) e EDP Lajeado Energia S.A., controlada pela EDP (“EDP Lajeado”), a totalidade das Ações PNR de que era titular. Como consequência, em 15.2.2006, foi rescindido o Acordo de Acionistas de 1998 (fls. 118-123).

**14.** Em 5.10.2006, em decorrência da conversão de debêntures emitidas em 1.10.2003 e detidas pelo FINAM, foi aprovada, em assembleia geral da Investco, a emissão de 98.779.618 ações preferenciais classe C (“Ações PNC”). Ademais, com base em livro de registro de ações nominativas fornecido pela EDP no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2009/3647, constata-se que, nessa mesma data, as ações de emissão da Investco eram distribuídas entre os seguintes acionistas:

Acionistas	Nº de ações ON	Nº de ações PNR	Nº de ações PNA	Nº de ações PNB	Nº de ações PNC
Rede Lajeado Energia S.A.	167.328.453	103.320.520	0	0	0
Paulista Lajeado Energia S.A.	25.828.777	16.411.648	0	0	0
CEB Lajeado S.A.	73.796.415	46.890.423	0	0	0
EDP Lajeado Energia S.A.	102.029.157	64.829.527	0	0	0
FINAM	0	0	5.002.404	0	98.779.618
Outros	8	0	11.286.110	5.156.240	0
Total	368.982.810	231.452.118 <sup>8</sup>	16.288.514	5.156.240	98.779.618

**15.** Conforme apontado pela SRE, no primeiro trimestre de 2008, a Rede Lajeado adquiriu no mercado cerca de 4.965.000 Ações PNA e 4.512.000 Ações PNB, representativas de 30,48% e 87,5%, respectivamente, das ações dessas classes<sup>9</sup>. Em virtude dessas aquisições, a área técnica constatou que a Rede Lajeado teria adquirido quantidade superior a 1/3 das Ações PNB em circulação, tornando necessária a realização de uma OPA por aumento de participação para aquisição das ações dessa classe.

**16.** Posteriormente, em 8.5.2008, a Companhia publicou fato relevante, informando que a Rede Energia S.A. (“Rede Energia”) – controladora da Rede Lajeado – teria adquirido em

<sup>8</sup> Não foram encontrados nos autos os motivos pelos quais o número de Ações PNR foi reduzido de 234.542.118 para 231.542.118.

<sup>9</sup> Números constantes também do ITR relativo a 31.3.2008 e apresentado pela Companhia em 15.5.2008.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

leilão 5.655.053 Ações PNC, elevando sua participação para 16,05% das ações dessa classe. Segundo a SRE, como resultado dessa aquisição, a Rede Energia passou a deter 15.942.401 Ações PNC.

**17.** Ainda no segundo trimestre de 2008, os seguintes acionistas da Companhia teriam adquirido aproximadamente as seguintes quantidades de ações preferenciais<sup>10</sup>: (i) Rede Lajeado: 2.814.000 Ações PNA e 283.000 Ações PNB; (ii) EDP Lajeado: 84.000 Ações PNA; e (iii) Paulista Lajeado: 144.000 Ações PNA e 361.000 Ações PNB.

**18.** Com base nessas aquisições, a SRE concluiu que, conjuntamente, os antigos signatários do Acordo de Acionistas de 1998 teriam elevado a sua participação para 49,16% das Ações PNA e 100% das Ações PNB. Dessa forma, além da obrigatoriedade de realização de OPA por aumento de participação em relação às Ações PNB – conforme previamente mencionado, teria se tornado obrigatória também a realização de OPA por aumento de participação em relação às Ações PNA.

**19.** Em seguida, conforme fatos relevantes divulgados pela Companhia em 18.6 e 11.9.2008, foi celebrado entre, de um lado, a Rede Energia e a Rede Power do Brasil S.A. (em conjunto “Grupo Rede”) e, de outro, a EDP o “Instrumento Particular de Compromisso de Permuta de Ações e Outras Avenças”, por meio do qual foram permutados determinados ativos detidos pela EDP em troca da participação detida pelo Grupo Rede na Rede Lajeado, na Tocantins Energia S.A. e na Investco (“Operação de Permuta”).

**20.** Como consequência dessa operação, a EDP adquiriu o controle tanto da Rede Lajeado quanto da Investco. No entanto, no âmbito do Processo CVM nº RJ2008/6935, foi dispensada pela CVM a realização de OPA por alienação de controle, tendo em vista que todos os titulares de ações ordinárias de emissão da Investco haviam encaminhado declarações dispensando a EDP da realização de tal oferta.

**21.** Também em decorrência da Operação de Permuta, a EDP passou a ser titular de: 48,61% das Ações PNA, 93% das Ações PNB, 16,14% das Ações PNC e 73% das Ações PNR<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> O acréscimo na participação de cada um desses acionistas pode ser verificado no ITR relativo a 30.6.2008 e apresentado pela Companhia em 13.8.2008.

<sup>11</sup> Informações fornecidas pela própria EDP no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2009/3647.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**22.** A EDP realizou, ainda, as seguintes aquisições de Ações PNC: em 15.10.2008, 6.079.722; em 5.11.2008, 6.781.704; e 4.050.000 em leilão<sup>12</sup>. Dessa forma, conforme apontado pela SRE, a quantidade de Ações PNC detida pela EDP teria alcançado 33,26% das ações dessa classe.

**23.** De acordo com avisos aos acionistas divulgados em 10.12.2008, 22.1.2009 e 5.2.2009, foi realizado aumento de capital da Companhia mediante a emissão de 62.746.970 novas ações, sendo 33.219.498 ações ordinárias, 8.419.764 Ações PNC e 21.107.708 Ações PNR. Com base no ITR relativo a 30.6.2009 e em esclarecimentos apresentados pela EDP, a SRE constatou que essas ações foram subscritas conforme segue:

- (i) a totalidade das ações ordinárias e das Ações PNR foi subscrita pelos antigos signatários do Acordo de Acionistas de 1998;
- (ii) 3.143.311 Ações PNC foram subscritas pela EDP; e
- (iii) 5.276.453 Ações PNC foram subscritas por outros acionistas.

**24.** Em virtude dessas subscrições, a EDP teria passado a deter 35.997.767 Ações PNC, correspondentes a 33,58% do total de 107.199.382 Ações PNC existentes quando da análise realizada pela SRE.

**25.** Depois de adquirir o controle da Investco, a EDP promoveu, ainda, uma reorganização societária envolvendo a EDP Lajeado e a Rede Lajeado, que passou a se denominar Lajeado Energia S.A. (“Lajeado Energia”), consolidando os seus investimentos. Como consequência dessa reorganização, o capital votante da Companhia passou a ser distribuído conforme organograma abaixo<sup>13</sup>:

---

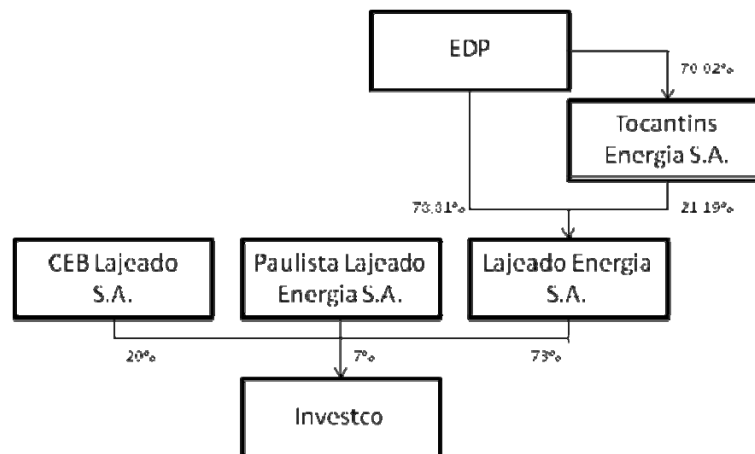
<sup>12</sup> Informações fornecidas pela própria EDP no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2009/3647.

<sup>13</sup> Conforme formulário de referência entregue pela Companhia em 30.5.2014, a estrutura de seu capital votante permaneceu praticamente inalterada. Vale notar, porém, que a EDP passou a deter 100% do capital votante da Lajeado Energia.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS



### b. Reclamação

**26.** Em reclamação apresentada à CVM, os Reclamantes se valeram do disposto no art. 26, caput e §1º da Instrução CVM nº 361, de 2002, para solicitar à CVM a determinação de realização pela EDP, na qualidade de acionista controladora da Investco, de oferta pública para aquisição de ações preferenciais de emissão dessa Companhia, independentemente da classe.

**27.** Fundamentando suas alegações, os Reclamantes indicaram que:

- (i) na data em que a Instrução CVM nº 361, de 2002, entrou em vigor, a Investco já teria emitido 187.737 mil Ações PNR, 16.288 mil Ações PNA e 5.156 mil Ações PNB;
- (ii) no entanto, tendo em vista que a totalidade das Ações PNR se encontrava vinculada ao Acordo de Acionistas de 1998, somente 21.444 mil ações preferenciais de emissão da Companhia poderiam ser consideradas em circulação<sup>14</sup>;
- (iii) em 2008, os controladores da Companhia – indicados pelos Reclamantes primeiro como o Grupo Rede e em seguida como a EDP – teriam adquirido 28.803.827 Ações PNC;

<sup>14</sup> Posteriormente, em nova manifestação, os Reclamantes indicaram entendimento contrário, no sentido de que, pelo fato de a Eletrobrás nunca ter sido controladora da Companhia, as Ações PNR deveriam, sim, ser consideradas como ações em circulação em linha com a definição constante do art. 4º, §2º da Lei nº 6.404, de 1976.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (iv) nesse sentido, os controladores da Companhia teriam superado o limite estabelecido pelo caput do art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, tanto em relação (a) à espécie, tendo em vista que a quantidade adquirida seria 1.371 vezes superior a quantidade de ações preferenciais emitida na data base prevista nesse artigo; e (b) à classe C, tendo em vista que as ações dessa classe ainda não haviam sido emitidas quando da entrada em vigor da instrução;
- (v) mais do que isso, em 7.3.2002, a Investco teria emitido cerca de 234.452 mil Ações PNR, 16.288 mil Ações PNA e 5.156 mil Ações PNB, mas, considerando novamente que as Ações PNR estavam vinculadas ao Acordo de Acionistas de 1998 e que, portanto, os controladores deteriam mais da metade das ações preferenciais de emissão da Companhia, as aquisições de ações realizadas em 2008 pelo Grupo Rede e pela EDP também teriam superado o limite estabelecido no §1º do art. 26;
- (vi) posteriormente a esse fatos, a EDP teria ampliado ainda mais a sua participação em Ações PNC, tendo relevância o fato de que parte dessas ações teria sido adquirida mediante a aquisição de sobras em aumento de capital, operação que não se confundiria com o exercício de direito de preferência e, portanto, teria impacto sobre o gatilho da OPA por aumento de participação; e
- (vii) essas aquisições de Ações PNC demonstrariam a intenção da EDP de promover o fechamento branco de capital da Companhia.

**28.** Em manifestação posterior, os Reclamantes apontaram para o fato de que a EDP integraria o bloco de controle da Investco desde a sua inserção no quadro acionário dessa sociedade em 1999, por força de sua adesão ao Acordo de Acionistas de 1997. Os Reclamantes apontaram para a comunhão de interesses entre a EDP e demais acionistas signatários desse acordo e ainda apresentaram alguns documentos, tal como uma ata de reunião de sócios da Investco, em que a EDP foi indicada como acionista controladora.

*c. Manifestação da EDP*

**29.** Em resposta às alegações dos Reclamantes, a EDP informou que:

- (i) teria adquirido o controle da Investco por meio da Operação de Permuta, de forma que as aquisições de ações preferenciais realizadas antes dessa operação não poderiam ser consideradas como aquisição de ações por acionista controlador e, portanto, não poderiam ensejar a realização de OPA por aumento de participação;



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (ii) a alienação do controle da Investco para a EDP foi autorizada pela CVM sem quaisquer ressalvas, tendo sido deferido pedido de dispensa de realização de OPA para esses fins nos termos dos ofícios CVM/SRE/GER-1 nº 1736/2008 e 1746/2008 de 9 e 10.10.2008, respectivamente;
- (iii) a adesão da EDP ao Acordo de Acionistas de 1997 ocorreu no próprio ano de 1997, mas, como se depreenderia do próprio acordo, (a) a EDP deteria na época apenas 27,65% do capital social votante da Companhia, enquanto os demais acionistas – todos vinculados ao Grupo Rede – deteriam o restante do capital; (b) a EDP detinha apenas o direito de eleger um membro do conselho de administração da Companhia, o que já lhe era assegurado pelo então vigente art. 141, §4º da Lei nº 6.404, de 1976<sup>15</sup>, em razão de sua participação acionária; (c) as decisões do Conselho de Administração eram tomadas por maioria de votos e à EDP não seria assegurado qualquer direito de veto nem no âmbito da administração, nem no âmbito da assembleia geral; consequentemente, não seria possível indicar que a EDP integraria o bloco de controle por força desse acordo;
- (iv) as Ações PNR foram emitidas e entregues à Eletrobrás no âmbito de uma operação de financiamento e, estando vinculadas ao Acordo de Acionistas de 1998, nunca estiveram em circulação;
- (v) havendo divisão de uma espécie de ações em diferentes classes, uma eventual OPA deveria considerar somente as classes afetadas pelo aumento de participação, isto é, as classes cujas ações tenham sido adquiridas; isso porque cada uma das classes possui liquidez e características distintas, não sendo possível afirmar nem jurídica nem economicamente que a redução da liquidez de uma delas afete as demais;
- (vi) ainda que se admitisse o contrário para fins de discussão, a aquisição de Ações PNR pela EDP em 2006 não teria qualquer impacto sobre as Ações PNC, uma vez que estas últimas só teriam entrado em circulação depois de sua alienação pelo FINAM em 2007; e

---

<sup>15</sup> Art. 141, §4º. § 4º Se o número de membros do conselho de administração for inferior a 5 (cinco), é facultado aos acionistas que representem 20% (vinte por cento), no mínimo, do capital com direito a voto, a eleição de um dos membros do conselho, observado o disposto no § 1º. (Redação vigente antes da alteração promovida pela Lei nº 10.303, de 2001).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (vii) além das 15.942.401 Ações PNC adquiridas por meio da Operação de Permuta, a EDP teria adquirido ações dessa classe somente (a) em 15.10 e 5.11.2008, por meio de aquisições em mercado<sup>16</sup>; (b) em leilão<sup>17</sup>; e (c) mediante o exercício do direito de preferência e subscrição de sobras no aumento de capital homologado na assembleia geral da Investco de 7.4.2009<sup>18</sup>; essas aquisições não teriam feito com que a EDP superasse o limite de 1/3 das Ações PNC em circulação previsto na regulamentação.

*d. Conclusão da SRE*

**30.** Depois de analisar os fatos e alegações acima relatados, a SRE concluiu que:

- (i) deveria ser afastado o entendimento dos Reclamantes de que uma OPA por aumento de participação deveria ser formulada a todos os detentores de ações preferenciais em circulação, independentemente das classes dessas ações;
- (ii) com base no art. 4º, §6º da Lei nº 6.404, de 1976, e no art. 26, caput, da Instrução CVM nº 361, de 2002, na hipótese em que uma companhia tivesse emitido ações ordinárias e preferenciais, sem que essas últimas estivessem divididas em classes distintas, caberia OPA por aumento de participação para aquisição das ações remanescentes da espécie em que o controlador ou pessoa a ele vinculada tivesse elevado a sua participação;
- (iii) por outro lado, quando existissem ações preferenciais em circulação e divididas em diferentes classes, a OPA seria devida para aquisição das ações remanescentes da classe em que o controlador ou pessoa a ele vinculada tivesse elevado a sua participação, superando os limites estabelecidos na regulamentação;
- (iv) o fato de a EDP não ser controladora da Investco previamente à Operação de Permuta não afastaria a incidência de OPA por aumento de participação, tendo em vista que o art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, faria referência não apenas ao controlador,

---

<sup>16</sup> Aquisição de, respectivamente, 6.079.722 e 6.781.704 Ações PNC, divulgada ao mercado nos termos do art. 12, §1º da Instrução CVM nº 358, de 2002.

<sup>17</sup> Aquisição de 4.050.000 Ações PNC no Leilão nº 140 do Banco da Amazônia S.A.

<sup>18</sup> Conforme posteriormente informado pela EDP e demonstrado por meio da apresentação dos boletins de subscrição, a EDP subscreveu 2.953.331 Ações PNC mediante o exercício do seu direito de preferência e 190.000 Ações PNC mediante a subscrição de sobras (apesar de ter direito à subscrição de 384.042 Ações PNC quando do rateio das sobras entre os acionistas que por elas manifestaram interesse).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

mas também à “*pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada*” e, na qualidade de signatária dos acordos de acionistas, a EDP poderia ser considerada como pessoa vinculada aos controladores da Companhia;

- (v) nos termos dos arts. 26 e 37, §1º da mesma instrução, a data base para a verificação da quantidade de ações em circulação e, portanto, passíveis de aquisição pelo acionista controlador ou pessoas a ele vinculadas corresponderia a 4.9.2000, ainda que posteriormente houvesse a elevação da quantidade de ações em circulação da companhia (por exemplo, em função da alienação de ações pelo controlador ou aumento do capital social);
- (vi) no cômputo das ações adquiridas pelos acionistas controladores ou pessoas a eles vinculadas, não deveriam ser consideradas aquelas subscritas no âmbito de aumentos de capital das sociedades controladas, ainda que mediante a subscrição de sobras oriundas do não exercício do direito de preferência pelos demais acionistas;
- (vii) no caso concreto, em 4.9.2000 já haviam sido emitidas tanto Ações PNA quanto Ações PNB, estando todas em circulação;
- (viii) em relação às Ações PNC, emitidas somente em 5.10.2006, deveria ser considerada como data base do cálculo da quantidade de ações em circulação a data da própria emissão;
- (ix) assim, em relação às Ações PNC, não seria cabível a realização de OPA por aumento de participação pela EDP, a qual teria demonstrado que (a) teria adquirido 16,14% das ações dessa classe quando da Operação de Permuta; (b) em virtude das demais aquisições realizadas em 2008, teria elevado essa participação para 33,26%; e (c) posterior elevação dessa participação, alcançando 33,58% das ações dessa classe, decorreria do exercício de direito preferência para a subscrição de novas ações em aumento de capital e da subscrição de sobras, subscrições essas que não teriam o condão de ensejar a realização de uma OPA;
- (x) em virtude da aquisição de 87,5% das Ações PNB pela Rede Lajeado no primeiro trimestre de 2008 e em virtude da aquisição de aproximadamente 49,16% das Ações PNA, conjuntamente, pela Rede Lajeado, EDP Lajeado e Paulista Lajeado no segundo trimestre do mesmo ano, essas adquirentes teriam violado o art. 4º, §6º da Lei nº 6.404, de 1976, ao não realizar OPA por aumento de participação nem se valer da



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

faculdade prevista no art. 28 da Instrução CVM nº 361, de 2002<sup>19</sup>;

- (xi) Rede Lajeado e Paulista Lajeado teriam perpetuado a violação ao prosseguir com a aquisição da totalidade das Ações PNB no segundo semestre de 2008; e
- (xii) como consequência dessas constatações, (a) no momento da análise da área técnica, seria impossível a realização de OPA por aumento de participação em relação às Ações PNB, uma vez que não mais existiriam ações dessa classe em circulação; (b) na qualidade de controladora da Investco, a EDP deveria formular OPA por aumento de participação em relação às Ações PNA; e (c) Rede Lajeado, EDP Lajeado e Paulista Lajeado deveriam ser intimadas pela violação ao art. 4º, §6º da Lei nº 6.404, de 1976, quando da aquisição de Ações PNA e Ações PNB.

*e. Manifestação da PFE*

**31.** Depois de analisar o caso e chegar às conclusões acima relatadas, a SRE solicitou a manifestação da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”). Conforme MEMO/PFE-CVM/GJU-2 nº 13/2011 (fls. 54-58), a PFE:

- (i) concordou com a impossibilidade material de se realizar uma OPA por aumento de participação em relação às Ações PNB, dada a ausência de qualquer dispersão acionária dessa classe desde o segundo semestre de 2008;
- (ii) concordou com a área técnica quanto aos indícios de descumprimento, pela Rede Lajeado e pela Paulista Lajeado, em mais de uma oportunidade, do art. 4º, §6º da Lei nº 6.404, de 1976, e do art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, no tocante à aquisição das Ações PNB;
- (iii) ressaltando a competência da área técnica para a formulação de termo de acusação, entendeu também existirem indícios de violação às mesmas regras acima indicadas pela Rede Lajeado, EDP Lajeado e Paulista Lajeado quando da aquisição de Ações PNA;
- (iv) concordou com o entendimento da SRE de que a EDP seria responsável por formular

---

<sup>19</sup> Art. 28. Caso se verifique qualquer das hipóteses do art. 26, ao acionista controlador será lícito solicitar à CVM autorização para não realizar a OPA por aumento de participação, desde que se comprometa a alienar o excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, a contar da ocorrência da aquisição.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

OPA por aumento de participação em relação às Ações PNA, tendo em vista que, ainda que a EDP não tivesse conseguido demonstrar que não era integrante do bloco de controle, poderia ser considerada como pessoa vinculada ao controlador e ainda teria sido superado o limite previsto na regulamentação em relação às ações em circulação existentes em 4.9.2000; e

- (v) concordou com a SRE no que tange às Ações PNC.

### III. Recurso apresentado pela EDP

**32.** Em 9.3.2011, a EDP protocolou recurso contra a decisão da SRE que determinou a realização de OPA por aumento de participação a ser dirigida aos acionistas detentores de Ações PNA (fls. 1-31).

**33.** Além de reiterar no recurso parte dos argumentos apresentados em suas manifestações anteriores, a EDP indicou que:

- (i) a Investco seria uma sociedade de propósito específico, cujo único objeto seria a exploração dos ativos da UHE Luis Eduardo Magalhães (“UHE Lajeado”) pelo consórcio vencedor de licitação relativa a esse empreendimento;
- (ii) desde a concepção desse projeto, não teria havido qualquer intenção de listagem da Companhia em bolsa ou negociação de suas ações em mercados organizados, o que seria de conhecimento de seus investidores e faria com que as ações de sua emissão tivessem liquidez extremamente restrita;
- (iii) originalmente, a Investco teria três grupos de acionistas: (a) aqueles que teriam se reunido para explorar de forma compartilhada a concessão para a geração de energia (titulares de ações ordinárias); (b) aqueles que teriam adquirido ações preferenciais para a utilização de benefícios fiscais do investimento em área incentivada (titulares de Ações PNA e Ações PNB); e (c) aqueles que teriam adquirido ações preferenciais no âmbito de financiamentos à UHE Lajeado (Ações PNR no caso da Eletrobrás e Ações PNC no caso do FINAM);
- (iv) as ações preferenciais de emissão da Investco jamais teriam tido qualquer perspectiva de liquidez e não teriam sido destinadas a investidores que pretendessem ter em sua carteira ações com liquidez;



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (v) além de nunca terem sido admitidas à negociação em mercados organizados, as Ações PNA e Ações PNB teriam sido adquiridas somente por investidores qualificados e, desde sua emissão, no ano 2000, teriam sido objeto de somente 26 e 11 negociações, respectivamente;
- (vi) nesse sentido, sobretudo no caso das Ações PNA e Ações PNB, não se poderia dizer que quaisquer aquisições realizadas pela EDP impediriam a “*liquidez de mercado das ações remanescentes*”, como previsto no §6º do art. 4º da Lei nº 6.404, de 1976;
- (vii) o conceito de liquidez deveria ser compreendido com base na situação analisada e não se poderia falar em impedimento ou redução de algo que nunca sequer teria existido; essa análise circunstancial do conceito de liquidez seria respaldada, por exemplo, pela iniciativa do legislador em definir esse conceito para fins do art. 137, II, “a” da Lei nº 6.404, de 1976;
- (viii) ainda que se entendesse que foram extrapolados os limites previstos na regulamentação quanto à aquisição de Ações PNA e Ações PNB, essas aquisições não teriam impedido a liquidez das ações remanescentes, de forma que não seria cabível exigir a realização de OPA por aumento de participação;
- (ix) quanto às Ações PNC, caberia notar que a alienação promovida em leilão pelo FINAM após a sua emissão não teve qualquer participação da própria Companhia ou de seus outros acionistas e que as aquisições posteriormente realizadas pela EDP não teriam ultrapassado os limites previstos na regulamentação em vigor;
- (x) o Acordo de Acionistas de 1997 não regulava nem o exercício do controle da Investco por parte da EDP nem qualquer atuação conjunta desta com o Grupo Rede, devendo ser afastada a caracterização da EDP como pessoa vinculada ao grupo controlador;
- (xi) a SRE teria interpretado de maneira literal a definição de “pessoa vinculada” prevista na Instrução CVM nº 361, de 2002, a qual não deveria se referir a qualquer vínculo entre um acionista e o controlador; essa expressão estaria limitada às situações em que uma pessoa age representando o mesmo interesse do controlador ou às situações em que uma pessoa age de acordo com o interesse do controlador;
- (xii) a racionalidade da interpretação proposta pela EDP seria a de evitar que terceiros agindo sob influência do controlador adquirissem ações em circulação no mercado com o intuito de evitar que o próprio controlador incorresse na obrigação de promover





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

uma OPA por aumento de participação; por outro lado, a interpretação dada pela SRE ampliaria o escopo e abrangência do texto normativo;

- (xiii) o Acordo de Acionistas de 1997 não demonstraria qualquer vinculação entre a EDP e os acionistas controladores da Investco para o exercício do poder de controle ou em prol de um mesmo interesse; pelo contrário, o interesse comum regulado por esse acordo diria respeito apenas à transferência de ações e à forma de capitalização da Companhia;
- (xiv) a análise da incidência de eventual OPA por aumento de participação deveria considerar como ponto de partida a participação societária detida pela EDP na data de aquisição do controle da Investco;
- (xv) alterando a data base do cálculo do gatilho da OPA por aumento de participação, seriam alterados também os limites da participação que a EDP poderia alcançar, conforme abaixo demonstrado:

<b>Ações PN (classe)</b>	<b>Data base indicada na decisão da SRE</b>	<b>Participação detida pela EDP na data base indicada pela SRE</b>	<b>Data de aquisição do controle da Investco (nova data base)</b>	<b>Participação detida pela EDP na data de aquisição do controle da Investco</b>
<b>A</b>	4.9.2000	0%	11.9.2008	48,61%
<b>B</b>	4.9.2000	0%	11.9.2008	93%
<b>C</b>	5.10.2006	0%	11.9.2008	16,14%

<b>Ações PN (classe)</b>	<b>Participação limite (com base na decisão da SRE)</b>	<b>Participação limite (se considerada a data de aquisição do controle)</b>	<b>Participação detida pela EDP (data do recurso)</b>
<b>A</b>	33,33%	65,74%	44,49%
<b>B</b>	33,33%	95,33%	73%
<b>C</b>	33,33%	44,09%	33,58%

- (xvi) com base nesses dados, seria possível apurar que, além de não ter adquirido participação suficiente para ensejar a realização de uma OPA por aumento de participação, a EDP ainda teria reduzido sua participação em Ações PNA e Ações PNB;



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (xvii) ainda que a CVM entenda que os limites previstos na regulamentação foram ultrapassados pela Rede Lajeado quando da aquisição de Ações PNA e Ações PNB em 2007 e 2008, a EDP e seus administradores não poderiam ser responsabilizados por esses fatos; e
- (xviii) dentre os 9 titulares de Ações PNA existentes quando do protocolo do recurso, somente 2 não seriam integrantes do Grupo EDP ou a eles vinculados, de forma que, caso mantido o entendimento da SRE quanto à obrigatoriedade de realização da OPA por aumento de participação, seria cabível a dispensa de realização do leilão da OPA e a sua substituição por envio de correspondência aos acionistas, em linha com precedentes da CVM.
- 34.** Depois de expor os argumentos acima relatados, a EDP solicitou que:
- (i) seja reformada a decisão da SRE, de forma a afastar a obrigação da EDP de realizar OPA por aumento de participação para aquisição das Ações PNA;
  - (ii) seja afastado o entendimento de que a EDP, através de sociedade controlada, teria violado o disposto no §6º, do art. 4º da Lei nº 6.404, de 1976 e o art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, quando da aquisição de Ações PNA e PNB;
  - (iii) subsidiariamente, mesmo que mantido o entendimento de que o limite de aumento de participação no **free float** tenha sido ultrapassado, seja reconhecida a ausência de violação pela EDP ao disposto no §6º do art. 4º da Lei nº 6.404, de 1976, uma vez que as Ações PNA e PNB nunca teriam sido dotadas de liquidez;
  - (iv) seja afastada qualquer responsabilidade da EDP, de seus controladores e dos respectivos diretores em relação às aquisições realizadas pela Rede Lajeado que teriam dado ensejo ao suposto aumento de participação; e
  - (v) caso seja mantido o entendimento de que a EDP deva realizar uma OPA por aumento de participação direcionada às Ações PNA, seja permitida a utilização de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361, de 2002<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup> 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.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**35.** Ainda, a EDP solicitou que fosse concedido efeito suspensivo ao recurso, nos termos do item V da Deliberação CVM nº 463, de 2003<sup>21</sup>. A SRE deferiu referido pedido em 21.3.2011.

### **IV. Entendimento da SRE**

**36.** Nos termos do MEMO/SRE/GER-1/Nº71/2011 (fls. 132-146), a SRE analisou o recurso apresentado pela EDP. Preliminarmente, a área técnica ressaltou que a análise ali contida se basearia nos dispositivos da Instrução CVM nº 361, de 2002, vigentes antes da edição da Instrução CVM nº 487, de 2010, conforme previsto no art. 8º dessa instrução.

**37.** Em seguida, a SRE manteve sua decisão anterior, rebatendo os novos argumentos apresentados pela EDP conforme abaixo relatado:

- (i) diante dos argumentos apresentados pela EDP e da análise de precedentes do Colegiado que trataram do conceito de liquidez, sobretudo, para discutir o disposto no art. 137 da Lei nº 6.404, de 1976<sup>22</sup>, a SRE concordou com as alegações de que as ações de emissão da Investco nunca teriam tido liquidez e que o §6º do art. 4º da Lei nº

---

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

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

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;

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

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

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.”

<sup>21</sup> V – O recurso será recebido no efeito devolutivo. Havendo justo receio de prejuízo de difícil ou incerta reparação decorrente da execução da decisão, o Superintendente poderá, de ofício ou a pedido, dar efeito suspensivo ao recurso.

<sup>22</sup> Como exemplo, a SRE mencionou voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto no âmbito do Processo CVM nº RJ2009/9251, no qual teriam sido consideradas líquidas as ações “*negociadas em nível razoável*” (fl. 142).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6.404, de 1976, visaria justamente proteger a liquidez de mercado das ações;

- (ii) a ausência de liquidez das ações de emissão da Investco teria sido confirmada, inclusive, com a BM&FBOVESPA e com a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI (fls. 125 e 127);
- (iii) no entanto, não obstante o dispositivo legal visar à proteção da liquidez de mercado, o art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, teria estabelecido um parâmetro para caracterizar o enxugamento das ações de emissão de companhias abertas, o qual embasaria a decisão antes proferida;
- (iv) em sua decisão anterior, a SRE não teria considerado a EDP como controladora da Investco antes da Operação de Permuta, mas, sim, como pessoa vinculada ao controlador;
- (v) com base nas disposições do Acordo de Acionistas de 1997 que tratavam da “*uniformidade de comportamento*” (fl. 144) das partes a fim de assegurar a preservação de seus direitos perante a Investco, bem como com base nas disposições que tratavam dos direitos das partes a indicar membros para o conselho de administração da Companhia, seria possível considerar a EDP como pessoa vinculada ao controlador da Investco para fins do art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002;
- (vi) não seria cabível o argumento da EDP de que não recairia sobre ela a responsabilidade de realizar a OPA por aumento de participação tendo em vista as aquisições de Ações PNA e Ações PNB por outros signatários do Acordo de Acionistas de 1997; e
- (vii) seria apropriado o pleito da EDP quanto à adoção de procedimento diferenciado para a realização da OPA, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361, de 2002.

### V. Recurso apresentado pelos Reclamantes

**38.** Em 3.8.2011, depois da distribuição do presente processo ao Colegiado, os Reclamantes apresentaram pedido de reconsideração da decisão da SRE que (i) não reconheceu a necessidade de realização de OPA por aumento de participação, pela EDP, em função da aquisição de ações preferenciais de emissão da Investco independentemente da classe; e (ii) não reconheceu ser necessária a realização de OPA por aumento de participação, pela EDP, para aquisição das Ações PNC em circulação (fls. 159-183).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- 39.** Em síntese, os Reclamantes argumentaram que:
- (i) o art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, vigente até a edição da Instrução CVM nº 487, de 2010, e aplicável ao caso concreto estabeleceria que, para fins da obrigação de se realizar uma OPA por aumento de participação, o limite de 1/3 das ações em circulação seria observado em relação à espécie ou, alternativamente, em relação à classe de ações adquiridas;
  - (ii) o §6º do art. 4º da Lei nº 6.404, de 1976, teria atribuído à CVM a competência para regular os critérios para apuração da liquidez tanto em relação à espécie quanto em relação à classe de ações, não determinando que tais critérios deveriam ser analisados conjuntamente;
  - (iii) não haveria nada no edital de audiência pública que antecedeu a Instrução CVM nº 487, de 2010, que tratasse da alteração do art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, com o intuito de adequá-lo à lei;
  - (iv) mesmo pela redação atual do art. 26, uma OPA por aumento de participação poderia ser ensejada (a) por violação do limite ali previsto com relação a uma espécie de ações, existindo ou não violação ao limite de determinada classe; e (b) por violação do limite ali previsto com relação a determinada classe de ações, independentemente de existir ou não violação com relação a toda a espécie;
  - (v) ao contrário do que foi entendido pela SRE, (a) na hipótese de violação do limite com relação a determinada espécie de ações, a OPA por aumento de participação deveria abranger todas as ações dessa espécie, ainda que todas as ações previamente adquiridas fossem de uma única classe; e (b) a OPA só se restringiria a uma única classe se o limite tivesse sido violado em relação a essa classe, mas não em relação a toda a espécie dessa ação;
  - (vi) ainda que se adotasse entendimento contrário ao exposto acima, as informações acostadas aos autos demonstrariam que a EDP teria adquirido mais de 1/3 das Ações PNC em mercado;
  - (vii) com base no livro de registro de ações da Companhia, a EDP seria titular de 35.947.208 Ações PNC em 24.3.2009, representativas de 33,17% do total dessa classe de ações, e, em 7.4.2009, seria titular de 35.947.208 Ações PNC, representativas de 33,53% do total;



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (viii) no entanto, em abril de 2009, teriam sido registradas nesse livro a subscrição de ações pela EDP em aumento de capital e aquisição de sobras, as quais foram alegadas pela própria EDP e pela SRE para afastar a obrigatoriedade da OPA, mas que, na verdade, teriam ocorrido respectivamente em 8.1 e 16.1.2009 (momentos da assinatura dos boletins de subscrição), ou seja, antes da elevação do percentual mencionado no item “vii” acima;
- (ix) o movimento que teria dado ensejo à extrapolação do limite de 1/3 previsto na regulamentação corresponderia à aquisição, em mercado, de 4.198.644 Ações PNC, pela EDP, em 22.1.2009, conforme abaixo demonstrado:

<b>Data</b>	<b>Evento</b>	<b>Total de Ações PNC</b>	<b>Ações PNC detidas pela EDP</b>	<b>Ações PNC detidas pela EDP (%)</b>
27.10.2008	-	98.779.618	23.692.383	23,99
27.10.2008	Aquisição em mercado	98.779.618	28.685.233	29,04
8.1.2009	Exercício de direito de preferência	106.657.649	31.638.564	29,67
16.1.2009	Subscrição de sobras	107.199.382	31.828.564	29,70
22.1.2009	Aquisição em mercado	107.199.382	35.947.208	33,53

- (x) não obstante as alegações acima, tendo em vista que o art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, refere-se a aquisições realizadas por qualquer outro meio que não uma OPA, não faria sentido a exclusão da subscrição de sobras em aumentos de capital para o cálculo do limite previsto no mesmo dispositivo; essa exclusão permitiria a realização de fechamentos brancos de capital.

**40.** Nos termos do MEMO/SRE/GER-1/Nº117/2011 (fl. 158), a SRE encaminhou ao Colegiado o expediente protocolado pelos Reclamantes, indicando que, por não terem sido apresentados quaisquer novos fatos que pudessem levar à reforma do seu entendimento, seria pertinente a manutenção da decisão recorrida.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### VI. Despacho do Diretor Roberto Tadeu

41. Em 8.9.2015, o presente processo foi redistribuído para o Diretor Roberto Tadeu, em decorrência do afastamento da Diretora Luciana Dias por motivo de licença maternidade, cujo término coincidiu com o fim de seu mandato.

42. Ao analisar o livro de registro da Companhia acostado à fl. 415 dos autos do Processo Administrativo CVM nº RJ2009/3647, verificou-se que, anteriormente à aquisição de controle da Companhia, ocorrida em 28.4.2008 pela EDP, a Rede Lajeado aumentara sua participação de 30,48% para 49,16%, por meio da aquisição de Ações PNA. E, posteriormente, ainda no segundo trimestre de 2008, a EDP Lajeado e a Paulista Lajeado adquiriam Ações PNA em circulação correspondentes a 3,84% e 0,97%, respectivamente.

43. Tendo em vista esse cenário, foi expedido o Despacho de 28.3.2016 à SRE (“Despacho”), nos seguintes termos:

*“11. Com base nesses dados, ao que me parece, o limite previsto pelo art. 26 da Instrução CVM 361 teria sido ultrapassado primeira e isoladamente pela então denominada Rede Lajeado Energia que, não obstante a alteração de sua denominação social, subsiste enquanto acionista controladora indireta da Companhia.*

*12. Nesse sentido, me parece que a OPA por aumento de participação destinada aos titulares de Ações PNA por ocasião da aquisição de ações realizada pela Rede Lajeado seria de responsabilidade deste mesmo acionista – e não da EDP, conforme entendeu a SRE e a PFE-CVM.*

*13. Não obstante, considerando que a Rede Lajeado não foi chamada a se manifestar formalmente nos autos, e em atenção ao princípio do contraditório, entendo que, antes de o Colegiado deliberar sobre os recursos, o Processo deve ser remetido à área técnica para que seja colhida manifestação da referida acionista sobre o exposto.*

*14. Assim, encaminho os autos à SRE para a adoção das providências necessárias e posterior retorno do Processo para deliberação pelo Colegiado.”*

44. Em 30.3.2016, os autos do Processo foram encaminhados à SRE para a adoção das providências cabíveis com vistas ao cumprimento do Despacho. Dessa forma, em 26.4.2016, foi expedido o Ofício nº 151/2016/CVM/SRE/GER-1 intimando a Lajeado Energia para



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

manifestação formal nestes autos.

### VII. Manifestação da Lajeado Energia

45. Em resposta à intimação, a Lajeado Energia apresentou manifestação, em 6.5.2016, na qual expôs que:

- (i) *“ao estender a obrigação de realização de OPA à aquisição de ações por pessoas vinculadas ao controlador, a Instrução CVM 361 deve ser interpretada com todas as cautelas, pois a lei, ao definir a obrigação, refere apenas ao controlador ou sociedade controladora, o que nos remeteria à definição legal de acionista controlador (Art. 116 da Lei das S.A.). Desse modo, é crucial que se perquirira, ab initio, quem são as pessoas vinculadas às quais o normativo está endereçado”;*
- (ii) *“pessoas vinculadas ao controlador “são as pessoas que com ele tenham vínculo societário, assim como, no dizer da Instrução CVM 361, outras pessoas que atuem em conjunto com ele, ou com pessoas a ele vinculadas, para adquirir ações no mercado com o objetivo de reduzir a liquidez de mercado das ações remanescentes”;*
- (iii) *“os sujeitos ativos que podem desencadear a realização de OPA por aumento de participação, além do controlador, são aqueles que com ele atuem com objetivo de impedir a liquidez de mercado das ações remanescentes, sendo “crucial que o efeito de impedir a liquidez presume-se como pretendido pelo controlador, pois os limites para a obrigação de realização de OPA são objetivos, pois definidos em normas gerais editadas pela CVM”;*
- (iv) *“a aquisição por via transversa (isto é, por pessoas vinculadas ou por terceiros que atuem conjunto com o controlador ou com aquelas pessoas a ele vinculadas) tem como premissa o conluio, a combinação premeditada entre agentes do ato acoimado de impedir a liquidez das ações remanescentes no mercado”;*
- (v) *“é irrecusável que o ato vedado pela Lei das Sociedade por Ações e pelo regulamento da CVM que regulou (Instrução CVM nº 361/03) resta caracterizado quando afluem cumulativamente os seguintes requisitos: (i) haja aquisição de ações no mercado pelo acionista controlador ou da sociedade controladora, ou de pessoas a ele ou ela vinculadas ou, ainda, de terceiros que atuem em conjunto com aqueles; (ii) com o objetivo de elevar a participação do acionista controlador ou da sociedade controladora a percentual que impeça a liquidez das ações remanescentes; (iii) a*





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*aquisição tenha como pressuposto o empoçamento da liquidez das ações que remanescerem depois da aquisição; e (iv) a ação do acionista controlador ou de sociedade controladora em conjunto com terceiros é premeditada, fruto de um conluio para atingir o objetivo referido na alínea anterior”;*

- (vi) a GER-1 teria concordado com a afirmação da EDP de que as ações da Companhia nunca tiveram liquidez de mercado, o que não atenderia ao requisito essencial para o desencadeamento da obrigação de realização de OPA por aumento de participação para proteção de liquidez de mercado das ações remanescentes;
- (vii) o art. 4º, §6º, da Lei nº 6.404, de 1976, “*é claro e insofismável ao declarar que a aquisição de ações no mercado vedada é aquela que tenha como objetivo impedir a liquidez das ações remanescentes e que o elemento crucial para que seja verificada essa condição seria o percentual definido pela norma geral expedida pela CVM acima do qual tal aquisição seria considerada como impeditiva da liquidez das ações remanescentes*”;
- (viii) “*impedir a liquidez*” ou “*enxugar a liquidez*” são expressões sinônimas, sendo despropositado extrair do comando legal uma exegese de que impedir a liquidez das ações remanescentes ensejaria um tipo de OPA e que enxugar a liquidez ensejaria outro tipo;
- (ix) desde a concepção da Companhia não se cogitou em registrar suas ações para negociação em mercado de balcão organizado ou de bolsa, o que indica que as ações eventualmente adquiridas por investidores, que não consorciaram a implantação do AHE Lajeado, não teriam liquidez;
- (x) “*o vínculo criado pelo acordo de acionistas tinha como objetivo precípua regular as obrigações de cada acionista no processo de implementação do AHE Lajeado. Assim, tal vínculo não é quantum satis para albergar os acionistas no conceito de pessoa vinculada fixado pela Instrução CVM nº 361, pois nenhum dos acionistas, ao cumprir as obrigações do Acordo de Acionistas, estaria a atuar representando o mesmo interesse de outra pessoa, mas apenas o próprio, sob pena de sofrer as penalidades decorrentes do inadimplemento de tais obrigações*”;
- (xi) “*o fato de um acionista ser signatário de um acordo de acionistas não o torna, necessariamente, titular do poder efetivo de controle da sociedade. Essa posição, aliás, é confirmada em diversas decisões da CVM (...)*”;



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (xii) nos termos do Acordo de Acionistas de 1997, o vínculo estabelecido não é suficiente para caracterizar a Lajeado Energia como pessoa vinculada ou estabelecer um grupo de controle *“pois não versa sobre o exercício do direito de voto, salvo quanto à eleição de membros do Conselho de Administração, o que, no caso da Lajeado, não acrescentaria qualquer direito que ela já não desfrutasse em decorrência da lei”*;
- (xiii) não há qualquer responsabilidade da Lajeado Energia e seus administradores em relação às aquisições realizadas pela sociedade Rede Lajeado, que levaram ao suposto aumento de participação; e
- (xiv) ainda, que seja mantido o entendimento de *“que o limite de aumento de participação no free float foi ultrapassado, o que se admite apenas por hipótese, inclusive no fato de que a GER-1 admite que as ações PNA e PNB nunca foram dotadas de liquidez”*, não se verifica violação ao art. 4º, §6º, da Lei nº 6.404, de 1976, e ao art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002.
- 46.** Cumpridas as determinações contidas no Despacho, a SRE retornou o Processo ao Colegiado.
- 47.** Na Reunião do Colegiado de 27.07.2016, diante do início de meu mandato como Diretor, o Processo foi a mim redistribuído para relatoria.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### Voto

1. Este processo discute a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) por aumento de participação a ser dirigida, pela EDP – Energias do Brasil S.A. (“EDP”), aos acionistas detentores de ações preferenciais de emissão da Investco S.A. (“Investco” ou “Companhia”).

2. De um lado, a própria EDP contesta decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) que determinou a realização de OPA por aumento de participação para a aquisição de ações preferenciais classe A de emissão da Investco (“Ações PNA”) e que também reconheceu a violação, por sociedades controladas pela EDP, das regras que ensejariam a realização de OPA das Ações PNA e das ações preferenciais classe B (“Ações PNB”) por aumento de participação em 2008.

3. De outro, determinados acionistas minoritários da Investco (“Reclamantes”) recorrem de decisão da SRE que reconheceu não ser necessária a realização de OPA por aumento de participação, pela EDP, em relação às ações preferenciais classe C de emissão da Investco (“Ações PNC”), seja pelo fato de que as aquisições de Ações PNC pela EDP não teriam atingido o limite de ações em circulação nessa classe, seja por não ser cabível se falar em limite para a aquisição das ações preferenciais enquanto espécie, independentemente de classe.

4. Analisarei separadamente cada um dos recursos apresentados neste processo. Começarei por aquele interposto pelos Reclamantes e, em seguida, tratarei dos pontos levantados pela EDP.

#### **I. Recurso interposto pelos Reclamantes**

5. A obrigatoriedade de realização de OPA por aumento de participação é prevista no art. 4º, §6º, da Lei nº 6.404, de 1976, que atribui ao acionista controlador a obrigação de promover essa oferta sempre que elevar sua participação na companhia, direta ou indiretamente, “*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*”.

6. A inserção desse dispositivo na lei societária, em 2001, teve como objetivo conter os chamados “fechamentos brancos de capital” e, conseqüentemente, assegurar proteção aos



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

titulares de ações em circulação<sup>23</sup>. Dessa forma, o legislador buscou evitar que o controlador pudesse deixar de cumprir com os procedimentos necessários para o cancelamento de registro da companhia que, entre outras proteções, atribuem ao minoritário certo poder de barganha em relação ao preço da oferta de fechamento<sup>24</sup>.

7. A Instrução CVM nº 361, de 2002, ao regular a matéria no art. 26 e seguintes, acrescentou que a OPA será devida sempre que, não apenas o acionista controlador, mas também pessoa a ele vinculada, ou 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 do total das ações de cada espécie e classe em circulação.

8. Em geral, a oferta por aumento de participação evita que o controlador, ou pessoas a ele vinculadas, adquira gradativamente a totalidade ou quase a totalidade das ações em

---

<sup>23</sup> Os objetivos das regras que instituíram a OPA por aumento de participação já foi previamente discutido pelo Colegiado. Como exemplo, observo o entendimento da então Dir. Rel. Norma Parente, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2004/4627, julgado em 28.1.2005:

*“De fato, a preocupação da CVM com o fechamento branco do registro de companhia aberta se refletiu com a edição da Instrução CVM Nº 299/99 que tornou obrigatória a compra de ações de determinada espécie ou classe pelo acionista controlador através de oferta pública, cuja participação tivesse se elevado em 10%.*

*O objetivo era não só impedir que as ações remanescentes ficassem sem qualquer liquidez no mercado como assegurar o mesmo tratamento aos acionistas minoritários e evitar a ocorrência de práticas não equitativas.*

*Com a modificação da Lei nº 6.404/76 pela Lei nº 10.303/2001, foi inserido dispositivo nesse sentido, no parágrafo 6º do artigo 4º, estabelecendo que quando houvesse a elevação da participação do acionista controlador em determinada espécie e classe de ações que impedisse a liquidez das remanescentes deveria ser efetuada oferta pública para a compra da totalidade das ações no mercado.*

*Em decorrência disso, a CVM baixou a Instrução nº 361 de 05 de março de 2002 exigindo, no artigo 26, que o acionista controlador realizasse oferta pública por aumento de participação sempre que adquirisse, por outro meio que não uma oferta pública, ações que representassem mais de 1/3 do total das ações de cada espécie ou classe em circulação ou, alternativamente, vendesse o excesso”.*

<sup>24</sup> No Processo Administrativo CVM nº RJ2012/6317, julgado em 2.4.2013, foi indicado que a Instrução CVM nº 361, de 2002, ao regular a OPA para cancelamento de registro, “entendeu por bem: (i) estabelecer um quórum qualificado para o cancelamento de registro; e (ii) considerar apenas a manifestação de vontade daqueles que se fizessem presentes, participando do leilão da oferta (art. 16, II). Com isso, pretendeu: (i) conferir maior poder de barganha aos minoritários no processo de fechamento de capital; (ii) corrigir distorções produzidas sob a vigência de normas anteriores, que atribuíram à omissão dos acionistas minoritários ora a concordância, ora a discordância com o cancelamento de registro; e (iii) não inviabilizar o fechamento de capital de companhias cujos acionistas minoritários fossem completamente afastados da vida da companhia”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

circulação, diminuindo a liquidez das ações da companhia<sup>25</sup>. Considerando os objetivos das normas que instituíram essa oferta e buscando assegurar ampla proteção aos titulares de ações em circulação, a própria regulamentação prevê que o enxugamento de liquidez deve ser verificado em relação a cada espécie e classe de ações emitidas por uma companhia.

**9.** A análise dos efeitos produzidos pela aquisição de ações pelo controlador ou pessoas a ele vinculadas sobre cada espécie ou, se houver, sobre cada classe de ações isoladamente corresponde a um dos princípios instituídos pelo regulador brasileiro para a exigência de uma OPA por aumento de participação.

**10.** Isso porque essa sistemática parece ser a que melhor protege o investidor. Permitir que a análise do enxugamento de liquidez levasse em consideração todas as ações de emissão de uma companhia (independentemente da espécie) ou toda uma espécie (independentemente da classe) poderia permitir que o controlador concentrasse suas aquisições sobre uma determinada espécie ou classe e preservasse a liquidez das demais para evitar a obrigação de realizar a OPA por aumento de participação.

**11.** Paralelamente, deve-se considerar o fato de que tanto a realização de negócios quanto a precificação correspondem a fatores que, via de regra<sup>26</sup>, dizem respeito (i) a determinada espécie de ações, quando essas não sejam divididas em classes; ou (ii) a determinada classe de ações, quando existente a divisão em classes. Isso se explica pelo fato de que, normalmente, tanto a realização de negócios como a precificação não levam em conta somente fatores comuns a todas as ações da companhia (tais como aqueles relacionados aos seus resultados), mas levam em conta questões específicas, tais como os direitos e vantagens que diferenciam cada espécie ou, se existir, cada classe de ações, bem como a liquidez dessas ações.

**12.** Pelas razões acima expostas, diante da existência de mais de uma classe de ações,

---

<sup>25</sup> Nesse sentido, o então presidente Marcelo Trindade afirmou que as ofertas por aumento de participação “foram criadas exatamente para evitar que, mediante sucessivas aquisições no mercado, que experimentaria liquidez mais e mais reduzida, o acionista controlador conseguisse deixar os acionistas remanescentes sem outra alternativa que não a de vender suas ações por qualquer preço ofertado” (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/5828, julgado em 11.1.2006). Além disso, conforme apontado por Nelson Eizirik, “reduzida a liquidez, o acionista controlador pode determinar o preço e as condições em que as ações de sua controlada serão negociadas no mercado secundário, visto que, caso resolva alienar suas ações, o acionista minoritário tem praticamente como único comprador potencial o próprio acionista controlador” (EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 86).

<sup>26</sup> “Via de regra”, pois condições diversas podem ser observadas quando ações de mais de uma espécie ou classe sejam negociadas conjuntamente sob a forma de uma *unit*.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

entendo que não devem ser considerados os efeitos da aquisição de ações de determinada classe sobre as ações das demais e, conseqüentemente, não se deve levar em consideração a aquisição de ações de uma classe específica (ou de ações de mais de uma classe) para se exigir oferta para aquisição de ações de toda a espécie.

**13.** Os Reclamantes chamam a atenção para o fato de que o art. 26, vigente antes da Instrução CVM nº 487, de 2010, tratava “*das ações de cada espécie ou classe em circulação*”, e que, posteriormente a essa instrução, passou a tratar “*das ações de cada espécie e classe em circulação*” (grifos meus). Com base nisso, os Reclamantes entendem que seria possível afirmar que, à época das aquisições de ações discutidas neste processo, esse dispositivo deveria ser aplicado tanto em relação às aquisições que culminassem na aquisição de mais de 1/3 das ações de determinada classe, quanto em relação àquelas que culminassem na aquisição de mais de 1/3 das ações de determinada espécie, independentemente da classe dessas ações.

**14.** Contudo, entendo que essa alteração, que somente ajustou o texto da Instrução CVM nº 361, de 2002, ao texto legal, não promoveu qualquer alteração na interpretação adotada pela CVM com relação aos comandos ali contidos. Por esse motivo, concordo com a SRE e entendo que, no caso concreto, a obrigatoriedade de realização de OPA por aumento de participação deve ser analisada em relação a cada classe de ações preferenciais de emissão da Investco.

**15.** Superada essa questão, torna-se necessário avaliar se a EDP ultrapassou ou não o limite de 1/3 das Ações PNC em circulação, tal como alegado pelos Reclamantes.

**16.** Para tanto, considerando que nenhuma Ação PNC havia sido emitida na data base indicada pelo art. 37, §1º da Instrução CVM nº 361, de 2002, deve-se calcular se o número de ações adquiridas pela EDP supera 1/3 das Ações PNC em circulação na data da primeira emissão de ações dessa classe, a saber: 5.10.2006.

**17.** Nessa data, foram emitidas 98.779.618 Ações PNC, as quais foram integralmente subscritas pelo FINAM como decorrência da conversão de debêntures. Conseqüentemente, é possível considerar que 100% das Ações PNC emitidas nessa data base se encontrava em circulação e que o limite de ações que a EDP poderia adquirir sem ensejar a obrigação de realizar OPA por aumento de participação também deveria ser calculado sobre o total de Ações PNC emitidas.

**18.** Dito isso, com base em cópia do livro de registro de ações fornecida pela Companhia



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2009/3647, verifiquei que a EDP adquiriu 32.803.877 Ações PNC, representativas de 33,21% do total de Ações PNC em circulação, entre 11.9.2008 e 24.3.2009, por meio da Operação de Permuta e de aquisições em mercado. Sendo o referido percentual inferior a 1/3 do total de ações dessa classe, entendo que essas aquisições não ultrapassaram o gatilho que ensejaria a realização de OPA por aumento de participação.

**19.** Os Reclamantes argumentam ainda que, no cômputo das ações adquiridas pela EDP também deveriam ser consideradas aquelas adquiridas por meio da subscrição de sobras no âmbito do aumento de capital da Companhia aprovado em 5.12.2008 e homologado em 7.4.2009. Esse entendimento, porém, não me parece correto.

**20.** Digo isso porque, ao estabelecer a obrigatoriedade de realização de uma OPA por aumento de participação, o regulador preocupou-se com o enxugamento das ações em circulação, isto é, de ações pré-existentes e que passaram das mãos de outros investidores para o controlador ou pessoas a eles vinculadas. Em oposição, da mesma forma que a subscrição de ações como resultado do exercício de preferência, a aquisição de sobras corresponde à obtenção de novas ações, sem interferir no número de ações antes emitidas e, portanto, já disponíveis à negociação em mercado.

**21.** Assim, justamente por não alterar o número de ações em circulação, entendo que a aquisição de novas ações por meio da subscrição de sobras não deve ser considerada como um fator de redução de liquidez para fins do art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002.

**22.** Isto posto, concordo com a SRE e entendo que as aquisições de Ações PNC realizadas pela EDP não tornaram obrigatória a realização de OPA por aumento de participação dirigida aos titulares de ações dessa classe.

### **II. Recurso interposto pela EDP**

**23.** Passo agora a analisar o recurso interposto pela EDP, o qual contesta a decisão da SRE que determinou a realização de OPA por aumento de participação dirigida aos titulares de Ações PNA e ainda reconheceu terem sido violadas, no passado, as regras que obrigariam sociedades controladas pela EDP a promover OPA por aumento de participação dirigida aos titulares de Ações PNA e Ações PNB.

**24.** Para enfrentar todas as questões levantadas nas discussões entre a SRE e a EDP, dividirei a presente seção do voto para abordar os seguintes pontos: (a) os requisitos previstos



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

na regulamentação para a realização de uma OPA por aumento de participação; (b) a identificação dos acionistas controladores da Investco e da participação por eles adquirida, com a consequente identificação dos responsáveis pela realização da OPA; (c) a identificação dos destinatários da OPA; (d) a possibilidade de adoção de procedimento diferenciado por parte dos ofertantes para a realização da OPA; e (e) as infrações identificadas pela SRE e a possibilidade de atribuição de responsabilidades à EDP e seus administradores.

### *a) Gatilho da OPA por aumento de participação*

**25.** O primeiro argumento apresentado pela EDP para contestar a decisão da SRE diz respeito ao fato de que, desde a sua emissão, tanto as Ações PNA quanto as Ações PNB seriam desprovidas de liquidez. Considerando que o art. 4º, §6º, da Lei nº 6.404, de 1976, teria previsto a obrigatoriedade de realização de OPA nas hipóteses em que determinadas aquisições de ações reduzissem a liquidez desses valores mobiliários, não haveria que se falar em OPA quando não houvesse liquidez prévia a ser reduzida.

**26.** Esse argumento, porém, não enfrenta a seguinte questão: ao tratar da redução da liquidez, o art. 4º, §6º, da Lei nº 6.404, de 1976, menciona expressamente que essa redução está relacionada ao alcance de participação direta ou indireta, pelo controlador, em porcentagem determinada pela CVM.

**27.** Em consonância com a competência que lhe foi atribuída, a CVM redigiu o art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, que, tal como já mencionado, fixou como critério de aferição da redução de liquidez a aquisição, pelo controlador, pessoas a ele vinculadas ou pessoas que atuem em conjunto com o controlador ou pessoas a ele vinculadas, de “*mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação*”.

**28.** Os precedentes do Colegiado são claros em afirmar que, para que se torne obrigatória uma OPA por aumento de participação, o critério a ser observado é aquele previsto no art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002<sup>27</sup>. Ademais, os precedentes também demonstram que a sua

---

<sup>27</sup> Nesse sentido, observo o que dispôs o Diretor Otavio Yazbek em manifestação de voto no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2012/14764, julgado em 30.7.2013: “*A meu ver, nem o § 6º do art. 4º da Lei n.º 6.404/1976 nem a Instrução CVM n.º 361/2002 estabelecem a intenção de "diminui[r] a liquidez" como um dos elementos necessários à deflagração da OPA por aumento de participação. 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. 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*





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

verificação é objetiva, ou seja, que a sua análise ocorre de maneira independente de qualquer outro juízo sobre o grau de liquidez das ações em circulação de determinada companhia<sup>28</sup>.

**29.** Dito isso, considerando a redação atual do art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, e a interpretação adotada pelo Colegiado, considero não ser possível afastar a obrigatoriedade de realização de OPA sempre que as pessoas mencionadas nesse dispositivo alcançarem participação superior a 1/3 das ações de cada espécie e classe em circulação.

**30.** Ato contínuo, resta verificar se, no caso concreto, houve a aquisição de mais de 1/3 das Ações PNA e PNB pelo acionista controlador da Investco, pessoa a ele vinculada ou outras pessoas que atuassem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada. E, para tanto, parece-me necessário identificar quem seriam os acionistas controladores e, em seguida, quem seriam as pessoas a eles vinculadas que adquiriram ações de emissão da Companhia para, finalmente, calcular o número de Ações PNA e Ações PNB por eles adquiridas.

### *b) Identificação dos ofertantes*

**31.** A EDP tornou-se acionista controladora indireta da Investco somente em 11.9.2008, por meio de operação na qual foram permutados determinados ativos detidos pela EDP em troca da participação detida pela Rede Energia S.A. e pela Rede Power do Brasil S.A. (em conjunto “Grupo Rede”) na Rede Lajeado Energia S.A. – atualmente denominada Lajeado Energia S.A. (“Lajeado Energia”) –, na Tocantins Energia S.A. e na própria Investco

---

*efeitos de seus atos” (grifos meus). Na mesma linha, o Colegiado reconheceu no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2014/4394, julgado em 3.6.2014, que “[o] fato gerador da OPA por aumento de participação de que trata o art. 26 [da Instrução CVM nº 361, de 2002] pressupõe uma atuação do ‘acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada’, qual seja: a aquisição de ações, ‘por outro meio que não uma OPA’, que ultrapasse o limite estabelecido de 1/3 das ações em circulação”.*

<sup>28</sup> Como exemplo, observo o Processo Administrativo CVM nº 2005/2789, julgado em 9.8.2005, no qual se considerou obrigatória a realização de OPA por aumento de participação ainda que não houvesse indícios de liquidez anterior das ações em circulação, as quais foram adquiridas em montante superior a 1/3 do total. Nesse processo, o Colegiado acompanhou o entendimento da SRE no sentido de que, ainda que “[d]esde o registro de companhia aberta junto à CVM, em 14/06/1999, não [tivesse havido] qualquer negociação na Bovespa com ações ordinárias de emissão da Companhia”, caberia a “realização de OPA por aumento de participação, em virtude do limite objetivo de 1/3 referido no art. 26 da Instrução ter sido ultrapassado, não tendo sido adotado por esta CVM, até a presente data, critério diverso para aferição da redução da liquidez das ações remanescentes”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(“Operação de Permuta”).

**32.** A SRE não contesta essa premissa. Isso porque, no âmbito do Processo CVM nº RJ2008/6935, a totalidade dos acionistas titulares de ações ordinárias de emissão da Investco e, portanto, a totalidade dos destinatários de eventual OPA ratificou à CVM a ocorrência de alienação de controle e dispensou a EDP da realização da oferta correspondente. Nesse processo, diante da manifestação dos próprios beneficiários da oferta, a SRE dispensou a realização de OPA por alienação de controle como decorrência da Operação de Permuta. E esses fatos me parecem suficientes para afastar a discussão, no presente caso, sobre o mérito da alienação de controle alegada pela EDP.

**33.** Isso posto, com base no livro de registro de ações da Companhia, verificou-se que, em abril de 2008, a Lajeado Energia adquiriu ações que representavam mais de 1/3 das Ações PNA e das Ações PNB em circulação existentes em 4.9.2000.

**34.** Com efeito, conforme indicado no livro de registro de ações da Investco, em 12.4.2008, a Lajeado Energia adquiriu 37,50% das Ações PNB, observado que, antes disso, todas as ações dessa classe se encontravam em circulação (fls. 418 do Processo Administrativo CVM nº RJ2009/3647). Ademais, em 28.4.2008, a Lajeado Energia aumentou sua participação de 30,48% para 47,75% das Ações PNA (fls. 415 do Processo Administrativo CVM nº RJ2009/3647).

**35.** Portanto, as aquisições de Ações PNA e Ações PNB pela EDP Lajeado e Paulista Lajeado ocorreram somente em momento posterior ao alcance, pela Lajeado Energia, de participação superior a 1/3 das ações dessas classes em circulação<sup>29</sup>.

**36.** Com base nesses dados, ao que me parece, o limite previsto pelo art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, teria sido ultrapassado primeira e isoladamente pela Lajeado Energia, o que tornaria devida a realização de uma OPA por aumento de participação destinada aos titulares de Ações PNA e Ações PNB por parte deste acionista controlador.

**37.** Entretanto, tal como apontado pela SRE e ratificado pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM, a realização de uma OPA destinada aos titulares de Ações PNB não se mostra viável na prática, uma vez que desde 2008 inexistem ações dessa classe em

---

<sup>29</sup> Até a data da Operação de Permuta, a EDP Lajeado e a Paulista Lajeado adquiriram ações correspondentes a 3,84% e 0,97% das Ações PNA em circulação, respectivamente, e ações correspondentes a 27,65% e 7% das Ações PNB em circulação, respectivamente.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

circulação<sup>30</sup>.

**38.** Desse modo, seria devida apenas a OPA por aumento de participação relativamente às Ações PNA. Nesse sentido, e em atenção ao princípio do contraditório, por meio do Ofício nº 151/2016/CVM/SRE/GER-1, a Lajeado Energia foi intimada a se manifestar formalmente nos autos deste processo a respeito deste entendimento.

**39.** Em linhas gerais, a manifestação apresentada pela Lajeado Energia reforçou os pontos já previamente apresentados à CVM pela EDP, sua controladora.

**40.** Adicionalmente, a Lajeado Energia alega que a interpretação quanto à extensão da obrigação de realização de OPA por pessoas vinculadas ao acionista controlador deve ser feita com cautela e que os sujeitos ativos que podem desencadear a realização da oferta, além do controlador, são aqueles que com ele atuam com objetivo de impedir a liquidez de mercado das ações remanescentes.

**41.** Partindo-se dessa premissa, a Lajeado Energia sustenta que *“não há como admitir que pessoas (presumidamente) vinculadas para a prática de um ato (aquisição de ações no mercado), com determinado objetivo (impedir a liquidez das ações remanescentes), o façam sem estar em conluio para esse desiderato”*.

**42.** Sobre esse ponto, noto que, em abril de 2008, a Lajeado Energia detinha a maior participação no capital votante da Companhia, com 45,35% das ações ordinárias. Tanto no Formulário de Informações Anuais da Companhia com data-base em 31.12.2007, como naquele com data-base em 31.12.2008, a Lajeado Energia figurava como acionista controladora. Ademais, desde 2000, a sociedade fazia parte do Acordo de Acionistas da Companhia.

**43.** Esclareço, ainda, que a definição de pessoa vinculada é fixada no art. 3º, VI da Instrução CVM nº 361, de 2002, nos seguintes termos: *“a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos”*.

---

<sup>30</sup> Nesse sentido, como se depreende do Formulário de Referência da Companhia divulgado em 30.5.2014 (Seção 15.1/15.2) e das Demonstrações Financeiras Anuais Completas relativas a 31.12.2013, a totalidade das Ações PNB se encontra detida por integrantes do atual bloco de controle da Companhia.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**44.** Referida definição é complementada pela presunção estabelecida no parágrafo 2º do mesmo artigo, segundo o qual:

*“Presume-se representando o mesmo interesse do acionista controlador, do ofertante ou do intermediário, conforme o caso, quem:*

*a) o controle, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, seja por ele controlado ou esteja com ele submetido a controle comum; ou*

*b) tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou da companhia objeto, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário da companhia objeto, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle”<sup>31</sup>.*

**45.** Frente às disposições acima, noto que, desde a edição da Instrução CVM nº 361, de 2002, é dado o desafio de determinar, no caso concreto, de acordo com as circunstâncias de cada processo, quais sejam as hipóteses em que pessoas representam “o mesmo interesse do controlador”.

**46.** Como parâmetro para o presente caso, destaco a observação feita pelo Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM Nº TA-RJ2001/9686, julgado em 12.8.2004:

*“Já na definição de ‘pessoa vinculada’ (...) não há a necessidade de haver participação societária, podendo advir de um contrato ou de quaisquer relações de fato, sendo, portanto, mais difíceis de serem comprovadas.*

*Dessa forma, entendo que nestas hipóteses, a princípio, têm-se três situações possíveis, quais sejam: (i) relação de coligação; (ii) relações contratuais (principalmente por meio de acordo de acionistas); e (iii) demais relações de fato que podem vir a causar a atuação de acionistas minoritários em representação aos interesses do acionista controlador.*

*Os dois primeiros casos são mais facilmente identificáveis. No primeiro, basta que*

---

<sup>31</sup> Também para referência, a parte inicial deste parágrafo tem hoje a seguinte redação: “Presume-se representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, quem: (...)”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*haja participação de ao menos 10% no capital de outra sociedade, na forma do art. 243 da Lei n.º 6.404/76 e, seja verificado, caso a caso, se, por força da relação societária existente, há ou não vínculo entre a companhia investida e o respectivo acionista investidor.*

***Em mesma linha, na segunda hipótese, aquela em que por meio de relações contratuais validamente estabelecidas entre acionistas são criadas obrigações capazes de configurar vínculo entre o acionista controlador e outro acionista da companhia, a constatação é, em teoria, simples, uma vez que há um instrumento que regula as relações entre as partes, acionista controlador e demais acionistas.***

*Já na terceira e última hipótese, e exatamente a que ocorre no caso em análise, a matéria de fato é fundamental para ser configurada determinada relação entre acionista controlador e os demais acionistas da companhia, visto que não há participações societárias envolvidas, tampouco contratos celebrados e como visto não há provas neste sentido” (grifos meus).*

**47.** Especificamente quanto à categoria “relações contratuais”, o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos expôs que o reconhecimento do vínculo seria simples “*em teoria*”, tendo em vista a existência de um instrumento regulando a relação entre o controlador e as pessoas a ele vinculadas. Ou seja, apesar de admitir prova em contrário, a celebração de contratos entre o controlador e terceiros e, em especial, a celebração de acordos de acionistas, pode ser considerada um forte indício do vínculo existente entre as partes para fins do art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002.

**48.** Entendo que esse vínculo existe no caso concreto, considerando que a Lajeado Energia fazia parte do Acordo de Acionistas de 1998 da Companhia desde 2000 e que, em manifestação de 6.5.2016, sequer refuta o aumento de sua participação na em relação às Ações PNA de emissão da Investco, ocorrido em 28.4.2008, tornando incontroverso tais fatos.

**49.** Portanto, ratifico a minha posição de que é devida apenas a OPA por aumento de participação relativa às Ações PNA pela Lajeado Energia, por ter ultrapassado o limite de 1/3 previsto no art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002.

**c) *Destinatários da OPA por aumento de participação***

**50.** Quanto a este ponto, entendo que as Ações PNA objeto da OPA por aumento de participação devem ser aquelas consideradas como em circulação na ocasião do fato gerador



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

da oferta (24.8.2008, se considerarmos que o limite previsto pelo art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, foi ultrapassado primeira e isoladamente pela Rede Lajeado) e que, quando da realização da OPA, tenham permanecido sob a mesma titularidade desde então.

**51.** Esse entendimento está em linha com aquele manifestado pelo Colegiado da CVM no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2014/4397, deliberado em 20.5.2014. Na ocasião, considerou-se que o que se pretende tutelar, em casos como o presente, são aqueles acionistas que detinham ações da companhia antes do evento de restrição de liquidez e que ainda as detêm, dando a eles um evento de liquidez para que possam se desfazer das suas ações em uma oferta.

*d) Procedimento alternativo*

**52.** Acompanho o entendimento da SRE quanto à inexistência de óbices à adoção do procedimento alternativo previsto no art. 34 da Instrução CVM nº 361, de 2002, tendo em vista o reduzido número de destinatários da OPA.

*e) Infrações identificadas pela SRE*

**53.** Por fim, existe mais uma questão a ser tratada. Em sua decisão, a SRE entendeu que a não realização de uma OPA por aumento de participação como consequência das aquisições de Ações PNA e Ações PNB realizadas pela Rede Lajeado, EDP Lajeado e Paulista Lajeado poderia configurar uma violação ao art. 4º, §6º da Lei nº 6.404, de 1976. Outra violação teria sido verificada na medida em que essas acionistas teriam adquirido novas Ações PNA e Ações PNB por outros meios que não uma OPA mesmo depois de ter sido ensejada a realização de uma OPA por aumento de participação.

**54.** Em contrapartida, a EDP questionou em seu recurso a sua responsabilidade pelas violações acima descritas, em especial, na qualidade de adquirente do controle da Rede Lajeado, e solicitou que eventual responsabilidade fosse afastada.

**55.** Esse debate deverá ser permeado por uma série de ponderações. No entanto, entendo que a presente análise não corresponde ao foro adequado para esgotar essas considerações. Isso porque, a discussão sobre ocorrência de uma violação a qualquer norma cuja fiscalização caiba à CVM e a consequente atribuição de responsabilidade ao infrator devem ser verificadas no âmbito de processo administrativo sancionador.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**56.** Como já manifestado em processos anteriores<sup>32</sup>, a CVM despendeu esforços nos últimos anos para segregar o desempenho de suas funções acusatória e julgadora. Como consequência, buscou-se privar o Colegiado de formular qualquer acusação (ou, como no presente caso, manifestar-se sobre a responsabilização ou não de determinado agente) e deixou-se a cargo das áreas técnicas a responsabilidade pela identificação de violações às normas fiscalizadas pela CVM. Assim, entendo que compete à SRE avaliar a pertinência de formular acusação.

### III. Conclusão

**57.** Pelas razões acima, confirmo o entendimento da SRE de que as aquisições de Ações PNC realizadas pela EDP não tornaram obrigatória a realização de OPA por aumento de participação dirigida aos titulares de ações dessa classe bem como sobre a impossibilidade de se realizar OPA por aumento de participação para as Ações PNB, tendo em vista não haver mais ações dessa espécie e classe em circulação que pudessem ser objeto de oferta.

**58.** Também entendo que ser necessária a realização de OPA por aumento de participação dirigida às Ações PNA, pela Lajeado Energia, uma vez que a companhia, à época denominada Rede Lajeado, e signatária do Acordo de Acionistas de 1998 desde 2000, claramente, extrapolou o limite de que trata o art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002, com o aumento de participação de 30,48% para 47,75% das Ações PNA de emissão da Companhia, em 28.4.2008.

**59.** No mais, entendo que compete à própria SRE avaliar a pertinência de formular acusação com base nas eventuais infrações ou irregularidades verificadas.

É como voto.

Rio de Janeiro, 2 de agosto de 2016.

*Original assinado por*  
Henrique Balduino Machado Moreira  
Diretor

---

<sup>32</sup> Vide Processo Administrativo CVM nº SP 2011-302 e 2011-303, julgado em 24.6.2014.