

Rio de Janeiro, 15 de julho de 2013

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
Comissão de Valores Mobiliários
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Rio de Janeiro, RJ

C/C audpublica0413@cvm.gov.br

Ref. Audiência Pública SDM nº 04/2013

Prezados Senhores,

Faoro & Fucci Advogados vem, no âmbito da Audiência Pública SDM nº 04/2013 (“Audiência”), submeter à apreciação de V.Sas. os anexos sugestões e comentários à minuta de Instrução (“Minuta”) que disporá sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A (“Emissor”).

Com o intuito de auxiliar a análise desta Superintendência, dividiremos cada uma de nossas sugestões nos seguintes itens: a) dispositivo da Minuta comentado e a redação proposta pela CVM; b) sugestão de redação para o dispositivo; e c) comentários.

Respeitosamente,

André Leal Faoro
OAB/RJ nº 51.671

Raphael Manhães Martins
OAB/RJ nº 147.187

1ª SUGESTÃO À MINUTA

A. Dispositivo da Minuta comentado e a redação proposta pela CVM:

Artigo 6º, incisos I e II: “Art. 6º Para os efeitos da operação, as sociedades envolvidas devem divulgar demonstrações financeiras, cuja data base: I – seja a mesma para todas as sociedades envolvidas; e II – não seja anterior a 180 (cento e oitenta) dias da data da assembleia que deliberará sobre a operação.”

B. Sugestão de redação para o dispositivo:

“Art. 6º Para os efeitos da operação, as sociedades envolvidas devem divulgar, quando da convocação da assembleia geral que vier a deliberar sobre a operação, em atendimento ao Artigo 21-A, da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009, demonstrações financeiras cuja data base: I – seja a mesma para todas as sociedades envolvidas; II – não seja anterior a 90 (noventa) dias da data da assembleia que deliberará sobre a operação; e III - não seja anterior à data base da última das informações periódicas de que tratam os incisos III, IV, e V, do Artigo 21, da Instrução nº 480, de 7 de dezembro de 2009, enviadas pelos emissores de valores mobiliários registrados na categoria A envolvidos na operação.”

C. Comentários:

Conforme reconhece a CVM, as demonstrações financeiras são um instrumento importante para que “os acionistas da companhia balizem seus votos, aceitando ou não as condições propostas pela administração, inclusive a relação de troca”. Além disto, reconhece esta autarquia que a “informação é tão mais útil quanto melhor retratar as condições atuais das sociedades envolvidas”.

Como as operações que serão reguladas pela Minuta envolvem, necessariamente, ao menos um Emissor, da forma como proposta na Minuta, os acionistas podem ter que deliberar sobre a operação com uma defasagem de um ou mesmo dois trimestres, entre as últimas informações disponíveis do Emissor e da outra sociedade envolvida na operação.

A título exemplificativo, considerando uma operação entre um Emissor e uma sociedade limitada, cujas demonstrações financeiras sejam elaboradas na data base de 1º de junho. Até a realização da assembleia geral, que poderá ocorrer até 29 de novembro, o Emissor já terá divulgado formulários de informações trimestrais referentes às datas base de 30

de junho e, eventualmente, 30 de setembro. Da sociedade limitada, entretanto, haverá disponível apenas aquela informação defasada de 1º de junho. Isto, a nosso juízo, iria materialmente de encontro ao entendimento da CVM de que as demonstrações financeiras consideradas pelos acionistas devem ter a mesma data base.

A fim de evitar esta distorção, considerando a faculdade prevista no § 2º, do Artigo 6º, da Minuta, sugerimos que o balizamento seja feito com a última informação periódica desta natureza divulgada pelo Emissor, antes da convocação da assembleia geral.

2ª SUGESTÃO À MINUTA

A. Dispositivo da Minuta comentado e a redação proposta pela CVM:

Artigo 7º., Parágrafo Único: “Art. 7o As sociedades envolvidas na operação devem elaborar informações financeiras *pro forma* das sociedades que subsistirem ou resultarem da operação, como se estas já existissem, referentes a data das demonstrações financeiras referidas no inciso I do art. 6o. Parágrafo único. As informações financeiras referidas no caput devem ser: I – elaboradas de acordo com a Lei no 6.404, de 1976, e com as normas da CVM; e II – submetidas a asseguuração razoável por auditor independente registrado na CVM.”

B. Sugestão de redação para o dispositivo:

“Art. 7o As sociedades envolvidas na operação devem elaborar informações financeiras pro forma das sociedades que subsistirem ou resultarem da operação, como se estas já existissem, referentes a data das demonstrações financeiras referidas no inciso I do art. 6o. Parágrafo único. As informações financeiras referidas no caput devem ser: I – elaboradas de acordo com a Lei no 6.404, de 1976, e com as normas da CVM; II – submetidas a asseguuração razoável por auditor independente registrado na CVM; e III – evidenciar as projeções e respectivas premissas utilizadas na sua elaboração, bem como vir acompanhadas de justificativas e explicações qualitativas.”

C. Comentários:

Considerando a subjetividade inerente à elaboração das informações financeiras referidas neste dispositivo, tão importante quanto os números apresentados pelo Emissor é a evidenciação das premissas e do racional utilizados na confecção destas informações. Neste sentido, a proposta para este dispositivo consiste em esclarecer que, quando se trata de informação financeira “mais completa possível”, isto inclui a necessária evidenciação das premissas utilizadas na elaboração destas informações.

3ª SUGESTÃO À MINUTA

A. Dispositivo da Minuta comentado e a redação proposta pela CVM:

Artigo 8º.: “Art. 8o Os laudos de avaliação elaborados para os fins do art. 264 da Lei no 6.404, de 1976, podem utilizar um dos seguintes critérios: I – valor de patrimônio líquido a preços de mercado; II – múltiplos de mercado; ou III – fluxo de caixa descontado. § 1o Os critérios previstos nos incisos II e III somente podem ser utilizados para os fins do art. 264 da Lei no 6.404, de 1976, se não tiverem sido utilizados para estabelecer a relação de substituição proposta. § 2o Os laudos referidos no caput devem observar, no que for aplicável, o disposto na regulamentação da CVM acerca da avaliação de companhias objeto de ofertas públicas de aquisição de ações. § 3o A CVM pode autorizar, caso a caso e desde que os pedidos sejam devidamente justificados, outros critérios para elaboração dos laudos de avaliação exigidos para os fins do art. 264 da Lei no 6.404, de 1976.”

B. Sugestão de redação para o dispositivo:

“Art. 8o Os laudos de avaliação elaborados para os fins do art. 264 da Lei no 6.404, de 1976, deve utilizar como critério o valor de patrimônio líquido a preços de mercado. § 1o Os laudos referidos no caput devem observar, no que for aplicável, o disposto na regulamentação da CVM acerca da avaliação de companhias objeto de ofertas públicas de aquisição de ações. § 2o A CVM pode autorizar, caso a caso e desde que os pedidos sejam devidamente justificados, outros critérios para elaboração dos laudos de avaliação exigidos para os fins do art. 264 da Lei no 6.404, de 1976.”

C. Comentários:

As demonstrações financeiras elaboradas em atendimento ao Artigo 264 da Lei no. 6.404, de 1976, possuem duas finalidades: A) informacional, servindo para o acionista poder avaliar a relação de troca estabelecida pela Companhia; e B) assecuratória, ao ser um dos pressupostos para verificação do direito de recesso de que trata o § 3º, do mesmo dispositivo.

Embora, em casos pontuais, tenham sido aceitos pela Comissão de Valores Mobiliários, os critérios de múltiplos de mercado e fluxo de caixa descontado são inadequados para servir à finalidade de que trata o art. 264 da Lei no 6.404, de 1976. Isto, na medida em que tais critérios de avaliação são fortemente influenciados pelas premissas fornecidas pela administração da sociedade.

Como, na prática, é muito difícil para os acionistas – e para a própria Comissão de Valores Mobiliários – avaliar a qualidade das premissas e projeções fornecidas pela administração da Companhia, deve-se delimitar ao máximo possível a atuação da subjetividade neste momento. Especialmente, quando consideramos que é quase que natural a tendência da administração de depreciar as demonstrações financeiras elaboradas em atendimento ao Artigo 264 da Lei no. 6.404, de 1976, tanto com o objetivo de valorizar as relações de troca estabelecidas para a própria sociedade, como para evitar o exercício do direito de que trata o § 3º, do mesmo dispositivo.

Neste sentido, mesmo reconhecendo as limitações do critério do valor de patrimônio líquido a preço de mercado, trata-se do critério que evidencia com maior objetividade a situação econômico-financeira da sociedade, especialmente nas situações em que estão envolvidos Emissores, situação justamente objeto desta Minuta. A utilização de outros critérios, ao contrário, deve ser admitida apenas em casos excepcionais e devidamente justificados.

Neste sentido, nossa sugestão é que o critério do valor de patrimônio líquido a preço de mercado seja o único admitido, como regra geral, para a elaboração das demonstrações financeiras em atendimento ao Artigo 264 da Lei no. 6.404, de 1976. A utilização de outros critérios, incluindo os critérios de múltiplos de mercado e fluxo de caixa descontado, *deve ser excepcional e, conseqüentemente, ser objeto do regime de exceções estabelecido pelo § 3º, do Artigo 8º., da Minuta.*

4ª SUGESTÃO À MINUTA

A. Dispositivo da Minuta comentado e a redação proposta pela CVM:

Artigo 9º., Parágrafo Único: “Artigo 9º. [...] Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput será verificada na data da assembleia para aprovação da operação.”

B. Sugestão de redação para o dispositivo:

“Artigo 9º. [...] Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput deve ser demonstrada desde a divulgação da operação até a data da assembleia para aprovação da operação.”

C. Comentários:

A liquidez de uma ação pode ser afetada positiva ou negativamente, desde a divulgação operação de que trata este dispositivo até a realização do assembleia que deliberar a aprovação da operação. Neste sentido, uma ação pode não apenas sair de um índice neste interregno, como, eventualmente, ingressar nos índices ora estabelecidos no *caput*. Caso esta liquidez positiva seja provocada por força de uma pressão vendedora dos atuais acionistas da sociedade, o dispositivo sugerido na Minuta servirá como um carburante deste processo.

Nossa sugestão, portanto, é no sentido de que a liquidez deve ser verificada não apenas no momento da assembleia que deliberar sobre a aprovação, mas durante todo o processo, que se inicia com a divulgação da operação ao mercado.

5ª SUGESTÃO À MINUTA

A. Dispositivo da Minuta comentado e a redação proposta pela CVM:

Artigo 13, inciso I: “Art. 13. Ficam revogados: I – os incisos I, III a VII do art. 1º, os arts. 2º a 5º, 10 a 15 e 17 da Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999; e”

B. Sugestão de redação para o dispositivo:

“Art. 13. Ficam revogados: I – os incisos I, III a VII do art. 1º, os arts. 2º a 5º, 12 a 14, e art. 17 da Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999; e”

C. Comentários:

A Minuta propõe a supressão (a) de dois dispositivos do capítulo “Das Relações de Substituição”, da Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999 (“IN CVM 319”), mantendo-se apenas o Artigo 9º deste capítulo; e (b) do capítulo “Do Exercício Abusivo do Poder de Controle”, que abarca o Artigo 15, da mesma IN CVM 319.

Em nenhum dos casos, o Edital esclarece os motivos da supressão, motivo pelo qual não podemos comentar as justificativas apresentadas para esta alteração.

Entretanto, cumpre registrar que em operações desta natureza, por um lado, a proteção dos acionistas tanto alienados do processo de negociação das relações de troca e dos aspectos materiais da transação, quanto destituídos do poder de decidir sobre a aceitação ou não da operação (isto é, os acionistas minoritários), não deve resumir-se ao aspecto informacional.

Por outro lado, o desvio de foco, por parte desta Comissão de Valores Mobiliários, da verificação do abuso do acionista controlador (Artigo 15, da IN CVM 319) para o, do administrador (Artigo 11, da Minuta) mostra-se inadequada para a finalidade de coibir tais abusos.

Neste sentido, verifica-se que os dispositivos suprimidos representavam importantes garantias materiais aos acionistas envolvidos em operações desta natureza, estabelecendo limites concretos, relevantes e salutares à negociação entre os envolvidos na negociação da operação. Veja-se:

Art. 10. No cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, que se extinguirão, estabelecidas no protocolo da operação, deve ser reconhecida a existência de espécies e classes de ações com direitos diferenciados, sendo vedado favorecer, direta ou indiretamente, uma outra espécie ou classe de ações.

Art. 11. É vedada a adoção, nas relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, nas operações de que trata esta Instrução, da cotação de bolsa das ações das companhias envolvidas, salvo se essas ações integrarem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros.

Art. 15. Sem prejuízo de outras disposições legais ou regulamentares, são hipóteses de exercício abusivo do poder de controle: I - o aproveitamento direto ou indireto, pelo controlador, do valor do ágio pago na aquisição do controle de companhia aberta no cálculo da relação de substituição das ações dos acionistas não controladores, quando de sua incorporação pela controladora, ou nas operações de incorporação de controladora por companhia aberta controlada, ou de fusão de controladora com controlada; II - a assunção, pela companhia, como sucessora legal, de forma direta ou indireta, de endividamento associado à aquisição de seu próprio controle, ou de qualquer outra espécie de dívida contraída no interesse exclusivo do controlador; III - o não reconhecimento, no cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores estabelecidas no protocolo da operação, da existência de espécies e classes de ações com direitos diferenciados, com a atribuição de ações, com direitos reduzidos, em substituição àquelas que se extinguirão, de modo a favorecer, direta ou indiretamente, uma outra espécie ou classe de ações; IV - a adoção, nas relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, da cotação de bolsa das ações das companhias envolvidas, que não integrem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros; V - a não avaliação da totalidade dos dois patrimônios a preços de mercado, nas operações de incorporação

de companhia aberta por sua controladora, ou desta por companhia aberta controlada, e nas operações de fusão entre controladora e controlada, para efeito da comparação prevista no art. 264 da Lei nº 6.404/76 e no inciso VI do art. 2º desta Instrução; e VI - a omissão, a inconsistência ou o retardamento injustificado na divulgação de informações ou de documentos que tenham sido postos à disposição do controlador ou por ele utilizados no planejamento, avaliação, promoção e execução de operações de incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhia aberta.

É importante destacar que tais dispositivos não conflitam com a Minuta. Mais que isto, é de se ressaltar que o Artigo 11 ganha nova eficácia a partir da definição proposta no Artigo 9º, da Minuta.

Em relação ao Artigo 15, em que pese a sua natureza meramente exemplificativa de atos considerados abuso de poder (como se verifica no trecho “sem prejuízo de outras disposições legais ou regulamentares”), sua supressão pode ser interpretada como uma permissão da CVM à realização das referidas condutas que são intrinsecamente abusivas.

6ª SUGESTÃO À MINUTA

A. Dispositivo da Minuta comentado e a redação proposta pela CVM:

Artigo 12: “Art. 12. A Instrução CVM nº 481, 17 de dezembro de 2009, passa a vigorar acrescida do art. 21-A, conforme redação abaixo, e do Anexo 21-A, conforme redação do Anexo 12 à presente Instrução: “Art. 21-A. Sempre que a assembleia geral for convocada para deliberar sobre fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo pelo menos um emissor de valores mobiliários registrado na categoria A, a companhia deve fornecer, no mínimo, as informações indicadas no Anexo 21-A. Parágrafo único. A operação de aumento ou a redução de capital decorrente da fusão, cisão, incorporação ou incorporação de ações de que trata o caput não estão sujeitas às obrigações previstas nos arts. 14 e 16 da presente Instrução.”

B. Sugestão de redação para o dispositivo:

“Art. 12. A Instrução CVM nº 481, 17 de dezembro de 2009, passa a vigorar acrescida do art. 21-A, conforme redação abaixo, e do Anexo 21-A, conforme redação do Anexo 12 à presente Instrução: “Art. 21-A. Sempre que a assembleia geral for convocada para deliberar sobre fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo pelo menos um emissor de valores mobiliários registrado na categoria A, a companhia deve fornecer, no mínimo, as informações indicadas no Anexo 21-A. Parágrafo **Primeiro**. A operação de aumento ou a redução de capital decorrente da fusão, cisão, incorporação ou incorporação de ações de que trata o caput não estão sujeitas às obrigações previstas nos arts. 14 e 16 da presente Instrução. **Parágrafo Segundo. As informações indicadas no caput deste Artigo devem ser disponibilizadas com antecedência mínima de 1 (um) mês da data de realização da assembleia geral.**”

C. Comentários:

A complexidade das operações fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo pelo menos um Emissor, assim como na hipótese de que trata o Artigo 9º, da Instrução CVM nº 481, 17 de dezembro de 2009, recomendariam que a CVM determinasse a disponibilização deste material até 1 (um) mês antes da realização do conclave, tendo em vista a reconhecida importância que estas informações possuem para que os acionistas balizem o seu voto e a complexidade das questões jurídico-econômico-financeiras que precisam ser analisadas, tanto pelos acionistas, como pela própria CVM.

7ª SUGESTÃO À MINUTA

A. Dispositivo da Minuta comentado e a redação proposta pela CVM:

Anexo 21-A, itens: 3,e; 5, a, ii. e iii; e 13

B. Sugestões de redação para os dispositivos acima:

Item 3, e: “Eventual necessidade de aprovação por debenturistas ou outros credores das sociedades envolvidas na operação”

Item 5, a, ii. e iii: incluir em ambos, tal como ocorre em relação ao Item 5, a, i., que: “Sempre que os ganhos de sinergia forem estimados pelos administradores, as estimativas devem ser divulgadas.”

Item 13: “Relatório abrangendo todos os negócios realizados, nos últimos 24 (vinte e quatro) meses, pelas pessoas abaixo indicadas, com valores mobiliários da companhia objeto, informando a natureza, preço, quantidade, percentual e demais condições relevantes: a) Sociedades envolvidas na operação; b) Partes relacionadas a sociedades envolvidas na operação; e c) Pessoas contratadas pelas sociedades envolvidas na operação para participar da negociação das relações de troca ou na elaboração de quaisquer dos laudos e demonstrações financeiras exigidos pela legislação vigente.”

C. Comentários:

Tratam-se de pequenos ajustes, destinados a melhorar a qualidade da informação disponibilizada pelos Emissores, bem como a evidenciar possíveis situações de conflito de interesse entre interessados na operação.