

ULHÔA CANTO

ULHÔA CANTO, REZENDE E GUERRA ADVOGADOS

www.ulhoacanto.com.br

SÃO PAULO

Av. Brigadeiro Faria Lima, 1847
Jardim Paulistano, São Paulo – SP
01452 001 – Brasil

tel 55 11 3066 3066
fax 55 11 3066 3047

São Paulo, 22 de julho de 2013.

Comissão de Valores Mobiliários

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar – Centro
Rio de Janeiro -RJ
CEP 20050-901

Por email: audpublica0413@cvm.gov.br

Ref.: AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 04/2013 - Alterações na
Instrução 319/99 e inclusão de anexo na Instrução 481/09

Prezados Senhores,

Servimo-nos da presente para apresentar nossos comentários e sugestões ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 04/2013, que contém minuta de nova instrução a ser editada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) com alterações na Instrução CVM nº 319/99, além de acrescentar um artigo e um anexo à Instrução CVM nº 481/09 (“Minuta”), os quais são destacados abaixo:

1. Art. 1º da Minuta:

Redação Proposta	Sugestão
Art. 1º Esta instrução é aplicável a operações de fusão, cisão,	Explicitar na minuta quais seriam as regras aplicáveis às operações que

ULHÔA CANTO, REZENDE E GUERRA ADVOGADOS

www.ulhoacanto.com.br

incorporação e incorporação de ações envolvendo pelo menos um emissor de valores mobiliários registrado na categoria A.	envolvam emissores registrados na categoria B, esclarecendo, inclusive, se os demais dispositivos da Instrução nº 319/99 não expressamente alterados pela nova instrução deverão ser aplicáveis aos emissores categoria B.
---	--

2. Art. 5º da Minuta:

Redação Proposta	Sugestão
Art. 5º. Os administradores das companhias abertas envolvidas na operação devem tomar todas as cautelas e agir com diligência para assegurar que todas as informações prestadas pelas demais sociedades observem a regulamentação aplicável.	Art. 5º. Os administradores das companhias abertas envolvidas na operação devem tomar todas as cautelas e agir com diligência para assegurar que todas as informações prestadas pelas <u>companhias que administram demais sociedades</u> observem a regulamentação aplicável.

O administrador de companhia aberta deve agir de forma diligente e cuidadosa em relação à companhia que administra, conforme o artigo 153 da Lei nº 6.404, de 15.12.1976 ("Lei das S.A."), não sendo possível atribuir-lhe a responsabilidade por informações prestadas por terceiros, no caso, outras sociedades envolvidas na operação de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações.

3. Art. 9º, Parágrafo Único, da Minuta:

Redação Proposta	Sugestão
Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput será verificada na data da assembleia para aprovação da operação.	Parágrafo único. A existência de liquidez de que trata o caput será verificada na data da <u>primeira publicação do edital de convocação da assembleia para aprovação da operação ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior.</u>

Gr J. Dan

A alteração proposta tem por objetivo compatibilizar a redação da nova instrução com o disposto no §1º do artigo 137¹, da Lei das S.A. e no artigo 20² e Anexo 20 da Instrução CVM nº 481/2009.

4. Item 5, alínea “a”, do Anexo 21-A:

Redação Proposta	Sugestão
5. Análise dos seguintes aspectos da operação: a. Descrição dos principais benefícios esperados, incluindo: i. Sinergias ii. Benefícios fiscais iii. Ganhos de eficiência administrativa iv. Vantagens estratégicas	Exclusão integral do item

O objetivo maior, a nosso ver, de fornecer ao mercado informações sobre as operações de reestruturação societária é reduzir os custos de agência (*agency costs*), garantir que os investidores tenham acesso às informações necessárias para que possam tomar decisão fundamentada acerca da reestruturação pretendida e informar o mercado sobre as bases da operação, de forma a permitir a correta precificação das consequências da reestruturação no valor das ações das companhias envolvidas.

Como ocorre na aprovação de qualquer regulamentação, porém, a autarquia deve cotejar os custos decorrentes de sua imposição (custos para a companhia e seus administradores, bem como para todos os seus demais *stakeholders*, tais como empregados e o mercado de atuação) e os benefícios dela advindos. Caso aqueles sejam maiores do que estes, a escolha mais acertada é deixar de impor obrigação regulamentar aos entes regulados e exercer um controle *ex post* dos atos praticados.



¹ “Art. 137 (...) § 1º O acionista dissidente de deliberação da assembléia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembléia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior.

² “Art. 20. Sempre que a matéria deliberada em assembléia geral der ensejo a direito de recesso, a companhia deve fornecer, no mínimo, as informações indicadas no Anexo 20 à presente Instrução.”

Na hipótese de divulgação de sinergias, ganhos de eficiência administrativa e vantagens estratégicas, tais informações têm cunho estratégico e sua divulgação pode ser prejudicial à operação pretendida e à companhia e seus *stakeholders* e, portanto, não se justifica a exigência. Há três grandes custos decorrentes do cumprimento dessa exigência.

O primeiro se refere ao custo interno e disruptivo a ser absorvido pela própria companhia, relativo à divulgação pública (e preliminar à aprovação da operação) de planos de redução de pessoal e corte de despesas em geral. O segundo advém da necessidade de a administração divulgar *forward-looking information*, com resultados futuros incertos, cuja divulgação pode gerar um efeito nocivo à companhia, aos administradores e ao próprio mercado. Sobre esse aspecto, é importante salientar que mesmo em mercados mais desenvolvidos, há relutância na forma e na própria obrigação relativa à chamada *soft information*, em virtude da responsabilidade gerada pela previsão equivocada da informação³. O terceiro deriva do custo externo causado à companhia, resultante da divulgação de informações confidenciais, necessárias como premissas para a conclusão da existência de sinergia e das vantagens estratégicas. A divulgação de algumas dessas informações geraria um ônus desproporcional para qualquer companhia que pretenda realizar uma operação de reestruturação societária (oferecendo, como contrapartida, um ganho injustificado para seus concorrentes⁴).

Considerando-se todos os custos mencionados acima, acreditamos que a imposição de divulgar sinergias, ganhos de eficiência administrativa e vantagens estratégicas teria a consequência indesejada de desestimular companhias abertas a realizarem as operações de reestruturação previstas na Instrução CVM nº 319/99, o que, a médio e longo prazos, tenderia a gerar um impacto negativo no mercado de capitais como um todo.



³ Vide, por exemplo, "The anatomy of corporate law", 2ª ed., New York: Oxford, 2009, p.284. Mesmos nos EUA, onde existe a imposição de divulgação do "Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations" (MD&A), há, na regulamentação, previsão expressa de impossibilidade de ação judicial contra administradores baseada em erro de previsão. Impor tal obrigação no sistema brasileiro sem uma disposição correlata seria temerário.

⁴ O próprio CADE, por força do art. 53 de seu Regimento Interno (Resolução CADE n. 01/2011), garante aos requerentes de atos de concentração o sigilo de, dentre outras informações (i) situação econômico-financeira da empresa; (ii) segredos de empresa; e (iii) documentos que formalizem o ato de concentração. Ou seja, o CADE excetua da regra geral de publicidade as informações sensíveis para as partes e cuja divulgação a terceiros poderia causar danos aos requerentes.

5. Item 5, alínea “d”, do Anexo 21-A:

Redação Proposta	Sugestão
<p>5. Análise dos seguintes aspectos da operação: (...)</p> <p>d. Eventuais alternativas que poderiam ter sido utilizadas para atingir os mesmos objetivos, indicando as razões pelas quais essas alternativas foram descartadas.</p>	<p>Exclusão integral do item.</p>

É preciso lembrar que o exercício diligente da administração de qualquer companhia envolve, necessariamente, o constante estudo de alternativas de negócios. Claro que, entre essas várias alternativas, muitas podem vir a ser rejeitadas. Essa rejeição pode se dar por inúmeros fatores. Cabe ao administrador definir, com base na *business judgement rule*, a estrutura que entende mais adequada e que deverá ser confirmada pelos acionistas, em última instância.

A divulgação de alternativas que possam ter sido cogitadas pela administração não traz qualquer benefício para os acionistas e para o mercado e, pior, pode trazer à tona eventuais questionamentos desnecessários e, eventualmente, fomentar litígios societários.

A redação ampla do item gera, ainda, um problema de interpretação, pois impõe ao administrador o estudo de todas as alternativas que “poderiam ter sido utilizadas” para a operação, e a justificativa para não utilizá-las, sem qualquer limite. Os esforços do administrador, que deveriam estar concentrados em apurar a estrutura que melhor atenda os interesses da companhia, desviam-se para responder o questionamento sobre as estruturas que não serviriam, sem qualquer benefício prático para a companhia, seus acionistas ou o mercado.

A não divulgação das razões para a rejeição de alternativas pensadas no seio da administração da companhia não é – nem nunca foi – algo prejudicial para os investidores e o mercado em geral. Até porque, como mencionado, esse tipo de rejeição pode ocorrer constantemente no decurso dos negócios de qualquer companhia.



Mais importante do que isso é considerar que a divulgação de todas as alternativas estudadas na companhia, descartadas definitivamente ou não, é algo que pode prejudicar o andamento da própria operação aprovada.

6. Item 5, subitem “f”, alíneas “vi” e “vii”, do Anexo 21-A:

Redação Proposta	Sugestão
<p>5. Análise dos seguintes aspectos da operação: (...)</p> <p>f. Nas operações com controladas: (...)</p> <p>vi. Cópia de estudos, apresentações, relatórios, opiniões, pareceres ou laudos de avaliação das companhias envolvidas na operação utilizados ou postos à disposição da companhia ou do acionista controlador em qualquer etapa da operação</p> <p>vii. Análise dos documentos referidos no item vi acima</p>	<p>5. Análise dos seguintes aspectos da operação: (...)</p> <p>f. Nas operações com controladas: (...)</p> <p>vi. Cópia de estudos, apresentações, relatórios, opiniões, pareceres ou laudos de avaliação das companhias envolvidas na operação utilizados ou postos à disposição da companhia ou do acionista controlador em qualquer etapa da operação, <u>que tenham sido determinantes para a definição da operação proposta</u></p> <p>vii. Análise dos documentos referidos no item vi acima</p>

Sugere-se que seja excluída a previsão de divulgação dos documentos atinentes ao acionista controlador. Os documentos relevantes para a análise da operação já são, em verdade, fornecidos à própria companhia, não havendo sentido em se obrigar o controlador a divulgar documentos que possam interessar a ele apenas e que, muitas vezes, não são sequer entregues à companhia. Além disso, é relevante para o mercado que sejam divulgados apenas os documentos que tenham sido determinantes da operação proposta.

Os documentos apresentados já contêm a análise específica sobre aspectos da operação. É desnecessário, senão redundante, exigir que a administração prepare análise sobre esses mesmos documentos e não traria, de fato, nenhum benefício concreto ao mercado. Por essa razão, sugere-se a exclusão de previsão de análise dos documentos listados no item “f”, “vi”. Mais do que isso, seria absurdo impor aos administradores da companhia a análise de documentos relativos ao controlador, os quais muitas vezes envolvem questões que interessam ao controlador, e não necessariamente à companhia em questão.

7. Item 13, alínea “b”, do Anexo 21-A à Instrução CVM 481/09:

Redação Proposta	Sugestão
<p>Relatório abrangendo todos os negócios realizados, nos últimos 6 (seis) meses, pelas pessoas abaixo indicadas, com valores mobiliários da companhia objeto, informando a natureza, preço, quantidade, percentual e demais condições relevantes:</p> <p>a. Sociedades envolvidas na operação</p> <p>b. Partes relacionadas a sociedades envolvidas na operação</p>	<p>Relatório abrangendo todos os negócios realizados, nos últimos 6 (seis) meses, pelas pessoas abaixo indicadas, com valores mobiliários da companhia objeto, informando a natureza, preço, quantidade, percentual e demais condições relevantes:</p> <p>a. Sociedades envolvidas na operação</p> <p>b. Partes relacionadas a sociedades envolvidas na operação</p> <p><u>b. diretores, membros do Conselho de Administração, do Conselho Fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e controladores das sociedades envolvidas na operação</u></p>

O conceito de parte relacionada, que se extrai do Pronunciamento Técnico CPC 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, é bastante amplo, abrangendo definições que, por vezes, são subjetivas. Tanto que o citado Pronunciamento Técnico CPC 05 esclarece que, na avaliação dos “relacionamentos com partes relacionadas, a atenção deve ser direcionada para a essência do relacionamento e não meramente para sua forma legal”⁵.

⁵ “Parte relacionada é a pessoa ou a entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis (neste Pronunciamento Técnico, tratada como “entidade que reporta a informação”).

(a) Uma pessoa, ou um membro próximo de sua família, está relacionada com a entidade que reporta a informação se:

(i) tiver o controle pleno ou compartilhado da entidade que reporta a informação;

(ii) tiver influência significativa sobre a entidade que reporta a informação; ou

(iii) for membro do pessoal chave da administração da entidade que reporta a informação ou da controladora da entidade que reporta a informação.

(b) Uma entidade está relacionada com a entidade que reporta a informação se qualquer das condições abaixo for observada:

(i) a entidade e a entidade que reporta a informação são membros do mesmo grupo econômico (o que significa dizer que a controladora e cada controlada são inter-relacionadas, bem como as entidades sob controle comum são relacionadas entre si);

(ii) a entidade é coligada ou controlada em conjunto (joint venture) de outra entidade (ou coligada ou controlada em conjunto de entidade membro de grupo econômico do qual a outra entidade é membro);

(iii) ambas as entidades estão sob o controle conjunto (joint ventures) de uma terceira entidade;

Nesse contexto, parece excessivamente onerosa a obrigação imposta na alínea “b”, do item 13 em questão, que exige a elaboração de relatório abrangendo todos os negócios realizados por quaisquer partes relacionadas a sociedades envolvidas na operação. Isso porque, para cumprir a exigência, a companhia deverá conhecer e analisar as relações entre todas as pessoas físicas e jurídicas que tenham envolvimento com as sociedades participantes da operação. Além dessa análise, caberá à administração da companhia aberta interpretar todas essas relações e enquadrá-las, ou não, no conceito de parte relacionada.

Sugere-se que a exigência se restrinja aos diretores, membros do Conselho de Administração, do Conselho Fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e controladores das sociedades envolvidas na operação, eliminando, dessa forma, a amplitude e subjetividade do termo “partes relacionadas” na

Op J. Dr

(iv) uma entidade está sob o controle conjunto (joint venture) de uma terceira entidade e a outra entidade for coligada dessa terceira entidade;

(v) a entidade é um plano de benefício pós-emprego cujos beneficiários são os empregados de ambas as entidades, a que reporta a informação e a que está relacionada com a que reporta a informação. Se a entidade que reporta a informação for ela própria um plano de benefício pós-emprego, os empregados que contribuem com a mesma serão também considerados partes relacionadas com a entidade que reporta a informação;

(vi) a entidade é controlada, de modo pleno ou sob controle conjunto, por uma pessoa identificada na letra (a);

(vii) uma pessoa identificada na letra (a)(i) tem influência significativa sobre a entidade, ou for membro do pessoal chave da administração da entidade (ou de controladora da entidade).

Transação com parte relacionada é a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado um preço em contrapartida.

Membros próximos da família de uma pessoa são aqueles membros da família dos quais se pode esperar que exerçam influência ou sejam influenciados pela pessoa nos negócios desses membros com a entidade e incluem:

(a) os filhos da pessoa, cônjuge ou companheiro(a);

(b) os filhos do cônjuge da pessoa ou de companheiro(a); e

(c) dependentes da pessoa, de seu cônjuge ou companheiro(a).

(...)

Ao considerar cada um dos possíveis relacionamentos com partes relacionadas, a atenção deve ser direcionada para a essência do relacionamento e não meramente para sua forma legal.

11. No contexto deste Pronunciamento Técnico, não são partes relacionadas:

(a) duas entidades simplesmente por terem administrador ou outro membro do pessoal chave da administração em comum, ou porque um membro do pessoal chave da administração da entidade exerce influência significativa sobre a outra entidade;

(b) dois investidores simplesmente por compartilharem o controle conjunto sobre um empreendimento controlado em conjunto (joint venture);

(c) (i) entidades que proporcionam financiamentos;

(ii) sindicatos;

(iii) entidades prestadoras de serviços públicos; e

(iv) departamentos e agências de Estado que não controlam, de modo pleno ou em conjunto, ou exercem influência significativa sobre a entidade que reporta a informação, simplesmente em virtude dos seus negócios normais com a entidade (mesmo que possam afetar a liberdade de ação da entidade ou participar no seu processo de tomada de decisões);

(d) cliente, fornecedor, franqueador, concessionário, distribuidor ou agente geral com quem a entidade mantém volume significativo de negócios, meramente em razão da resultante dependência econômica.”

exigência, e garantindo que as informações divulgadas sejam, de fato, aquelas que sejam de efetivo interesse do mercado.

8. Inclusão de novo dispositivo na Minuta:

Sugerimos a previsão expressa de dispensa genérica de atendimento integral ao artigo 264 da Lei nº 6.404/76 e à Instrução CVM nº 319/99 (elaboração de laudo de avaliação, demonstrações financeiras auditadas e fato relevante) nas hipóteses previstas na Deliberação CVM nº 559, de 18.11.2008, em consonância com os seguintes precedentes: Processos RJ2005/3735, RJ2007/2920 e RJ2007/13459 (mencionados na Deliberação); Processo CVM RJ-2008-4135 (ROMI); Processo CVM nº RJ/2004/2040 (UNIBANCO); Processo CVM nº RJ/2005/2597 (AMBEV); Processo CVM nº RJ/2005/7750 (SUZANA PETROQUÍMICA); Processo CVM nº RJ/2005/7838 (OBRASCON); Processo CVM nº RJ/2005/9849 (DIXIE TOGA); e Processo CVM nº RJ/2007/3465 (AMBEV).

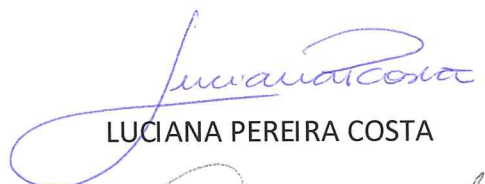
Dessa forma, nesses casos, não seria necessária a apresentação de pedido de dispensa à Superintendência de Relações com Empresas desta autarquia.

Agradecemos a atenção de V.Sas. a esse assunto e colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,


HUMBERTO DE HARO SANCHES


PEDRO CHUEIRI


LUCIANA PEREIRA COSTA


DENIS MORELLI