

ASSUNTO: RECONSIDERAÇÃO DE DECISÃO DO COLEGIADO**Interessada: Vicunha do Nordeste S/A****Senhores Membros do Colegiado:****I - RELATÓRIO**

Trata-se de pedido de reconsideração de decisão do Colegiado proferida em 01/11/2001, a qual determinou à SEP providenciar a preparação de Termo de Acusação com a finalidade de apurar responsabilidades por eventuais irregularidades havidas em procedimento de incorporação envolvendo a Vicunha do NE S/A e suas controladas (fls. 618).

Por ocasião da incorporação de 4 (quatro) sociedades controladas pela Vicunha do NE, a SEP requereu da companhia a adequação de seus procedimentos aos seguintes dispositivos:

- i. ao disposto no artigo 2º da Instrução CVM 319/99, que determina a divulgação pela imprensa das condições de incorporação envolvendo companhia aberta, detalhadas conforme o disposto no § 1º daquele artigo;
- ii. ao disposto no artigo 264 da Lei das S/A que no entender da SEP determinaria, na redação vigente à época, a avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado, segundo os mesmos critérios e na mesma data, no cálculo da paridade entre ações da controladora e da controlada incorporada, para efeito de substituição entre as ações dessas companhias, e
- iii. a mudança na deliberação tomada pela companhia na AGE de 29/06/2001, segundo a qual a fração inferior a 0,5 ação seria desconsiderada na substituição das ações (fls. 108).

A resposta da companhia à SEP (fls. 111 a 258) foi encaminhada como recurso ao Colegiado, acostada à manifestação da área técnica que não acolhia as alegações da interessada (fls. 259 a 263).

Ao tomar conhecimento da decisão do Colegiado, a interessada voltou aos autos com novas considerações e esclarecimentos acerca das questões que motivaram a mencionada decisão, em especial (fls. 621/627)(1):

- i. que todas as informações previstas na Instrução CVM 319/99 teriam sido divulgadas publicamente, acarretando o atendimento da Instrução quanto ao conteúdo, embora reconhecesse que, quanto à forma, poderia haver divergências;
- ii. que o valor da empresa com base no fluxo de caixa descontado é universalmente aceito, constando da literatura especializada como um dos melhores métodos de avaliação de uma sociedade, tendo sido inclusive adotado pelo BNDES em todos os processos de privatização e, também no novo texto do art. 264 da Lei das S/A, alterado pela Lei 10.303/2001, que prevê o uso de outros critérios de avaliação nos processos de incorporação entre controladas e controladora, e
- iii. que a solicitação de considerar-se as frações de ação fora efetivamente atendida, por meio do arredondamento para 1 de qualquer fração, desta feita comprovado pela apresentação da versão final da ata da AGE de 29/06/2001, o que não havia sido feito antes.

Em 14/03/2002, encaminhei os autos à SEP para apreciação quanto às novas alegações trazidas pela companhia, tendo aquela Superintendência, em 26/04/02, conforme constante do MEMO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 028/02, apresentado as seguintes considerações:

- *"a incorreção (iii) pode ser considerada retificada com a apresentação da Ata da AGE de 29/06/20001 registrada na JUCEC, que estabeleceu de forma explícita em seu item 6 (fls. 630) que "as funções de ações resultantes da aplicação da relação de troca serão arredondadas para um inteiro de ação";*
- *a incorreção (i) também pode ser aceita como corrigida, na medida em que se considere as informações e a documentação apresentadas a esta CVM como postas à disposição do público em nosso Centro de Consultas e, também, pelo fato de "todas as empresas envolvidas no processo de incorporação terem apresentado através da imprensa uma série de informações ao público a respeito do que estava acontecendo, sob a forma de Aviso aos Acionistas, Edital de Convocação, Atas de Assembléias e Fatos Relevantes" (fls. 623,624 e 625);*
- *a última das incorreções (ii) é, a nosso ver, a mais importante, pelo fato de representar possível prejuízo aos acionistas minoritários que, s. m. j., não ocorreu porque:*
 - *não foram apresentados à esta CVM, quaisquer reclamações de acionistas minoritários das sociedades incorporadas a respeito;*
 - *o método do fluxo de caixa descontado só foi adotado para valorizar as ações dos minoritários, tendo sido substituído pelo método de avaliação patrimonial na Fibrasil Têxtil S.A. quando se verificou que este apresentava um valor maior para as ações do que aquele;*
 - *a nova Lei das S.A. (nº 10.303 de 31.10.01, que entrou em vigor após 28.02.02) admite a adoção de outros critérios de avaliação para os casos de incorporação entre controladora e controladas e, nesse caso, poderia se admitir o princípio da retroatividade benéfica da lei, pelo fato dos métodos do fluxo de caixa descontado e da avaliação patrimonial, não previstos na antiga Lei, só terem sido adotados para proporcionar um valor maior às ações dos minoritários das sociedades incorporadas, nas relações de troca com as ações da sociedade incorporadora" (fls. 639-640).*

A SEP, então, manifestou seu entendimento de que *"as novas argumentações e justificativas apresentadas pela Vicunha Nordeste S.A. Indústria Têxtil foram convincentes e podem proporcionar a desconsideração da feitura de um Termo de Acusação a respeito, originando o arquivamento do presente Processo"* (fls. 640).

Em 16.07.2002, o Colegiado decidiu encaminhar os autos à apreciação da PJU.

Em 17.07.2002, antes de encaminhar o processo à PJU, solicitei diligência à SEP no sentido de verificar se, na reestruturação societária levada a efeito pela Vicunha Nordeste S/A, teria sido observado o disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/76, no que diz respeito a informações referentes 'ao cálculo das relações de substituição de ações dos acionistas da controlada, com base no valor da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preço de mercado' (valor de liquidação da companhia). Solicitei também que as informações e/ou

documentos obtidos nos autos ou, se for o caso, solicitados à empresa, fossem encaminhados à PJJ, a fim de que ela se manifestasse sobre a matéria (fls. 641).

Em resposta, a SEP, conforme termos do MEMO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 123/02 (fls. 643), em 28.08.2002, a SEP esclareceu que, às fls. 114, foi esclarecido:

a) o valor do patrimônio líquido da empresa a valor de mercado foi obtido através da metodologia do *fluxo de caixa descontado*, para possibilitar a adoção de um critério único de avaliação de todas as empresas envolvidas, posto que algumas delas são de capital fechado e aquelas de capital aberto são pouco negociadas na BOVESPA e,

b) no caso particular da Fibrasil S/A, cuja avaliação a preço de mercado resultou num valor menor que o patrimonial contábil, utilizou este último para efeito de reembolso do acionista dissidente.

A SEP concluiu suas considerações afirmando *que restou claro, então, que o critério de valor de liquidação não foi adotado em nenhuma fase do processo de incorporação referido.*

Às fls. 644/648, vem aos autos a opinião da PJJ.

Conforme MEMO/CVM/GJU-2/Nº 208/2002, o Ilustre Procurador Federal, Dr. Fabrício Tanure, em síntese, assim se manifestou:

- preliminarmente, destaca o fato de que deve ser estabelecido como premissa que *a Administração Pública deve sempre se nortear pelos princípios insculpidos no caput do art. 37 da Constituição da República, mormente, o Princípio da Legalidade. Tal consideração é importante, eis que, cabendo à CVM decidir sobre a regularidade de determinada conduta de particular submetido ao seu poder de polícia, essa decisão tem que levar a conta fundamentalmente a adequação dessa conduta aos preceitos da lei regedora da matéria*, ressaltando que *em que pesem os bem lançados argumentos da GEA-3, creio que os mesmos não merecem ser acolhidos;*

- o comando expresso no art. 264 da Lei tem por finalidade informar os acionistas minoritários da controladas, a fim de a fim de que possam exercer, com uma boa margem de segurança, a opção entre passar a acionista da incorporadora e exercer o direito de recesso, nos termos do § 3º desse mesmo dispositivo;

- tais informações não chegaram ao conhecimento dos interessados, pelo menos, na forma em que preceituava o mencionado dispositivo;

- não obstante a GEA-3 aduzir que, a despeito do ocorrido, isto não teria ocorrido prejuízo aos acionistas minoritários, o que teria restado demonstrado pela inexistência de reclamações a respeito. Nada obstante tal entendimento, a meu sentir, isto não elidiria a obrigatoriedade da incorporadora em divulgar as informações, tal como determinado legalmente.

- o pressuposto da norma é visivelmente proteger o acionista minoritário, não pode a incorporadora controladora subvertê-la, sob o fundamento de, em assim procedendo, estar a oferecer maiores vantagens aos acionistas das controladas. **Ora, tal decisão cabe a esses últimos que, para tomarem-na, devem ter acesso a todas as informações que a lei lhes assegura o conhecimento (grifado).**

- é feita citação aos Professores Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik (2), *verbis*:

"Com efeito, o cálculo da relação de substituição com base no critério do valor do patrimônio líquido a preços de mercado é exigido apenas para fins de comparação com o critério indicado no Protocolo e na Justificação, a fim de evidenciar a equidade da escolha do referido critério.

Nada impede, portanto, que as sociedades envolvidas optem por estabelecer a relação de substituição com base em outro critério, desde que os acionistas sejam informados do cálculo com base no valor patrimonial a preços de mercado" (grifado).

- não há que se falar em retroatividade da lei benéfica, pois sua implementação no Direito Societário, tal como sugerida pela GEA-3, não tem como prosperar. Isto porque sua aplicabilidade está restrita às searas penal e tributária.

O Procurador concluiu sua opinião, afirmando crer que a incorporação perpetrada, consoante descrito, *não atendeu plenamente ao disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/76 (com a redação dada pela Lei nº 9.457/97).*

O Subprocurador-Chefe da GJU-2, em exercício, ratificou o entendimento manifestado pelo Procurador e aduziu que a Recorrente admitiu (fls. 621/628) expressamente a existência do "prejuízo informacional" ocasionado pelo seu procedimento, sendo certo que a razão de ser da comparação prevista no artigo 264 da Lei Societária (seja em sua redação anterior, seja com a redação da Lei nº 10.303/01) é justamente evitar tal prejuízo, sendo irrelevante, face à natureza objetiva da infração, a existência de "prejuízo material" para os acionistas minoritários. O Procurador-Chefe da CVM endossou este entendimento.

É o Relatório.

VOTO

Entendo que o pleito da interessada merece ser conhecido como pedido de reconsideração de decisão do Colegiado, nos termos do item VII da Deliberação CVM 202/96, bem como reconheço que a decisão em tela pode ser reformada, dispensando-se a SEP da formulação de termo de acusação, com o conseqüente arquivamento do presente feito.

Isto porque a interessada justificou de forma razoável os procedimentos questionados pela CVM, inclusive obtendo a concordância da área técnica, cujo entendimento, transcrito no relatório que antecede a este voto, acolho e reitero.

Ressalto apenas, acerca do método de avaliação dos patrimônios de incorporadora/controladora e incorporada/controlada, que tanto a Instrução CVM 319 (inciso VI do art. 2º) quanto a antiga redação do art. 264 da Lei 6.404 requeriam a adoção do método da avaliação patrimonial a preços de mercado para a apresentação na justificação da incorporação - operação esta que, diga-se, prescinde de registro na CVM - e não necessariamente para a efetiva aplicação.

A nova redação do artigo 264, dada pela Lei 10.303/01, veio permitir a utilização de outro método de avaliação, desde que aceito pela CVM, mas ainda para efeito de apresentação na justificação da incorporação, sem que seja necessariamente o critério efetivamente utilizado para estabelecer os parâmetros da relação de troca entre as ações de incorporadora e incorporada.

Entendo que - muito embora a CVM já tenha se posicionado, em outras oportunidades, pela efetiva utilização do método de avaliação patrimonial a preços de mercado - o advento da nova redação do artigo 264 possibilita a aceitação de novo critério.

Ao ensejo, merece destaque a opinião de Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, que ponderaram: *"a companhia que pretender incorporar sua controlada poderá não realizar a avaliação dos patrimônios líquidos das duas sociedades a preços de mercado, desde que ao menos uma das duas seja aberta e, para os efeitos do art. 264, seja apresentada outra avaliação, elaborada com base em critério expressamente aceito pela CVM.*

(...) Todavia, enquanto não for editada tal norma genérica, há que se reconhecer, sob pena de se fazer letra morta do dispositivo em tela, que a CVM, em casos específicos levados à sua apreciação, poderá dispensar a avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado, autorizando a sua substituição por outro critério indicado pelas companhias abertas envolvidas em operação de incorporação".⁽³⁾

Entendo também ser oportuno considerar que tal redação se encontra em pleno vigor neste momento em que examinamos a conveniência de instauração de processo administrativo para apurar-se uma irregularidade que se resumiria na utilização de um critério diferenciado e com significativa aceitação, inclusive em outras esferas do governo.

Quanto à divulgação pela imprensa do detalhamento da operação de incorporação, tais informações foram disponibilizadas aos acionistas sob a forma de Aviso aos Acionistas, Edital de Convocação, Atas de assembléias e Fatos Relevantes, todos publicados pela imprensa, sendo de se presumir que tais procedimentos deram aos acionistas a plena ciência das informações, visto não ter sido registrada nenhuma reclamação nesse sentido, e a operação ter se desenvolvido normalmente.

Por essas razões, entendo ser do interesse público não embarçar-se a Administração e o administrado com a continuidade deste procedimento. Ressalto, porém, que tal solução a mim se mostra aplicável estritamente ao presente caso, não significando em absoluto qualquer exceção ao cumprimento do artigo 2º da Instrução CVM nº 319/99, cujos termos devem continuar sendo observados pelas companhias nos casos futuros.

Assim, voto pelo arquivamento do presente processo.

Rio de Janeiro, 19 de novembro de 2002

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor Relator

⁽¹⁾ Conforme resumo apresentado pela GEA-3 às fls. 638.

⁽²⁾ Carvalhosa, Modesto Eizirik, Nelson. A nova Lei das Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 377.

⁽³⁾ *Op.Cit.*, p. 378-379.