

Para: SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 29/2004

De: GER-1 DATA: 11 de fevereiro de 2004

Assunto: Consulta – Pinheiro Guimarães Advogados ("Consultante")

Processo CVM Nº RJ 2003/08029

Senhor Superintendente,

Trata-se de consulta relativa ao resgate de ações a que se refere o art. 4º, §5º da Lei nº 6.404/76 ("Lei"), a qual consiste na solicitação de manifestação, por parte desta Autarquia, acerca do valor de resgate das ações de emissão da Petrobras Distribuidora S.A. ("BR Distribuidora"), ora proposto.

A Petróleo Brasileiro S.A. ("Petrobras"), em 29/01/2003, realizou Oferta Pública de Aquisição de Ações ("OPA") para cancelamento de registro de companhia aberta da BR Distribuidora, cujo pagamento deu-se na forma de permuta, segundo relação de troca (Rtr) apurada de acordo com a fórmula prevista no Edital da OPA, qual seja: 0,9427 ação de emissão da Petrobras por 1.000 ações de emissão da BR Distribuidora.

De acordo com as informações prestadas pelo Consultante, em 29/04/2003 a Petrobras realizou nova aquisição de ações de emissão da BR Distribuidora, de titularidade de acionistas remanescentes que exerceram o direito de vender suas ações ("Direito de Venda"), conforme disposto no §2º do art. 10 da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução").

Considerando a possibilidade de a Petrobras e/ou BR Distribuidora declarar dividendos, referentes ao exercício social de 2002, entre a data do leilão da OPA e o final do prazo para o exercício do Direito de Venda, o Edital da OPA estabeleceu que a relação de troca a ser paga aos acionistas que exercessem tal Direito de Venda seria ajustada de acordo com a fórmula prevista em seu item 7. Como de fato a Petrobras e a BR Distribuidora declararam dividendos no período, a aludida relação de troca foi ajustada (Rtr-A) nos termos do Edital da OPA, resultando, consoante informado pelo Consultante, em 0,9624 ação de emissão da Petrobras por 1.000 ações de emissão da BR Distribuidora de titularidade dos acionistas que exerceram o Direito de Venda. Nesse tocante, abre-se parênteses para destacar que, segundo informação constante do Fato Relevante de 29/04/2003 (às fls. 38 e 39), a Rtr-A, diferentemente do informado pelo Consultante, foi de 0,9626 ação de emissão da Petrobras por 1.000 ações de emissão da BR Distribuidora.

Nos termos da consulta ora em análise, a BR Distribuidora possui interesse em exercer o direito de resgate previsto no §5º do art. 4º da Lei, tendo em vista que, terminado o prazo da OPA, remanescem em circulação no mercado menos de 5% das ações de sua emissão. Assim sendo, o Consultante solicita que esta Comissão opine acerca do valor de resgate proposto no caso em tela, considerando a falta de definição legal clara e objetiva do que seria o "valor da oferta" para fins de definição do valor de resgate de que trata o referido dispositivo legal.

Nesse particular, propõe que o valor de resgate decorra do seguinte resultado:

- da relação de troca ajustada (Rtr-A) — que é de 0,9626 ação de emissão da Petrobras por 1.000 ações de emissão da BR Distribuidora —, multiplicada por R\$ 45,08 — que corresponde ao preço médio das ações preferenciais de emissão da Petrobras, ponderado por volume, verificado no pregão do segundo dia útil anterior à data do leilão da OPA e nas primeiras três horas do pregão do primeiro dia útil anterior à data do leilão da OPA (Petr-L) —, utilizado pela Petrobras para fins de cálculo da relação de troca e da relação de troca ajustada, supramencionadas.

Ademais, o valor de resgate acima referido seria pago pela BR Distribuidora, em dinheiro, no prazo de até 15 dias contados da data em que a mesma deliberar sobre o resgate, sem qualquer acréscimo ou correção, por meio do Banco Itaú S.A., instituição financeira depositária das ações escriturais de emissão da BR Distribuidora, obedecidos os mesmos procedimentos operacionais aplicáveis aos pagamentos de dividendos.

Destarte, o Consultante ainda esclarece que o valor de resgate proposto justifica-se, na medida em que os acionistas da BR Distribuidora que tiverem as suas ações resgatadas por força do disposto no §5º do art. 4º da Lei encontram-se na mesma situação que aqueles que exerceram o Direito de Venda, pois ambos receberam os dividendos pagos pela BR Distribuidora referentes ao exercício social de 2002 e, portanto, devem ter a sua relação de troca (Rtr) ajustada para refletir tais recebimentos, tal como foi feito para fins de exercício do Direito de Venda.

Diante das ponderações apresentadas pelo Consultante, foi encaminhado Memorando à Procuradoria Federal Especializada desta Autarquia (PFE), tendo em vista a sua apreciação e manifestação acerca do caso concreto ora apresentado (MEMO/SRE/GER-1/Nº 221/2003 – às fls. 40 a 44). Tal Memorando, por sua vez, contemplou as seguintes considerações por parte desta GER-1:

1. Não existem óbices à deliberação do resgate das ações de emissão da BR Distribuidora remanescentes no mercado, conforme prevê o §5º do art. 4º da Lei, considerando que tais ações representam menos de 5% do capital social da companhia, e tendo em vista a obtenção dos requisitos necessários ao cancelamento do seu registro de companhia aberta, o qual se efetivou em 05/02/2003;
2. A relação de troca ajustada a que se refere o Consultante (Rtr-A) foi estabelecida tendo em vista especialmente a possibilidade do pagamento, aos acionistas destinatários da OPA, não só dos dividendos declarados pela BR Distribuidora, como também dos dividendos declarados pela Petrobras, referentes ao exercício de 2002. Segundo informado pelo Consultante, e constante do Fato Relevante de 08/04/2003 (às fls. 36 e 37), de fato a Petrobras e a BR Distribuidora declararam dividendos no período compreendido entre a data do leilão da OPA e o final do prazo para o exercício do Direito de Venda, equivalentes ao saldo de R\$1,53 por ação ordinária e preferencial da Petrobras (AGO de 27/03/2003) e ao saldo de R\$0,61 por ação ordinária e preferencial da BR Distribuidora (AGO de 25/03/2003);
3. Considerando que a liquidação da operação de permuta referente ao exercício do Direito de Venda ocorreu somente em 14/05/2003, nos termos do item 7.1.1 do Edital da OPA e do Fato Relevante de 29/04/2003 (às fls. 38 e 39), os acionistas que exerceram tal direito receberam somente os dividendos declarados pela BR Distribuidora, conforme dispõe o art. 205 da Lei. Já os acionistas aceitantes da OPA receberam apenas os dividendos declarados pela Petrobras, uma vez que a liquidação da operação de permuta referente ao leilão da OPA ocorreu anteriormente às datas nas quais os aludidos dividendos foram declarados;
4. Tendo em conta que os dividendos pagos aos aceitantes da OPA (declarados pela Petrobras) foram superiores aos dividendos pagos aos acionistas que exerceram o Direito de Venda (declarados pela BR Distribuidora), a aludida relação de troca ajustada (Rtr-A), conforme fórmula definida no Edital da OPA, resultou numa relação de permuta superior àquela obtida quando do leilão da oferta, a saber: Rtr-A de 0,9626 ação de emissão da Petrobras por 1.000 ações de emissão da BR Distribuidora em face da Rtr de 0,9427 ação de emissão da Petrobras por 1.000 ações de emissão da BR Distribuidora;
5. O que ocorre é que a relação de troca considerada quando do pagamento aos acionistas que exerceram o Direito de Venda (Rtr-A) refletiu a diferença verificada entre os valores dos dividendos pagos pela Petrobras e pela BR Distribuidora, com vistas a assegurar tratamento equitativo aos acionistas como um todo;
6. Entendemos que, embora o "valor da oferta" de que trata o §5º do art. 4º da Lei tenha sido definido com base na relação de troca aferida quando do leilão da OPA (Rtr), não haverá prejuízos aos acionistas titulares das ações de emissão da BR Distribuidora a serem resgatadas, no que

tange à adoção da relação de troca ajustada (Rtr-A) quando da aferição do valor de resgate das aludidas ações, já que a Rtr-A apresenta-se superior à Rtr;

7. Caso os dividendos declarados e pagos pela BR Distribuidora fossem superiores aos declarados e pagos pela Petrobras, aí sim estaríamos diante de uma situação desfavorável aos acionistas titulares das ações da BR Distribuidora a serem resgatadas (que receberam os dividendos declarados pela BR Distribuidora), já que a Rtr-A seria inferior à Rtr: ao aplicar-se a fórmula prevista no Edital da OPA para o cálculo da Rtr-A (às fls. 15 e 16), a diferença entre os valores dos dividendos em questão não caracterizaria um ajuste para cima, como de fato ocorreu, mas sim um ajuste para baixo;
8. A apreciação e conseqüente manifestação desta Comissão quanto à questão ora suscitada pelo Consulente engloba não somente a relação de troca a ser considerada na aferição do preço de resgate, mas também questionamento acerca da forma de pagamento proposta. Assim sendo, cabe perquirir se o pagamento pelas ações a serem resgatadas deverá ser efetuado em dinheiro, conforme proposto pelo Consulente, ou se deve observar a mesma forma de pagamento adotada na OPA (permuta);
9. Com relação à proposta do Consulente no sentido de o pagamento ser efetuado em dinheiro, sem qualquer acréscimo ou correção, cabe tecermos as seguintes considerações:
  1. o valor de resgate das ações de emissão da BR Distribuidora remanescentes no mercado resultaria, nos termos apresentados pelo Consulente, da multiplicação da relação de troca ajustada (Rtr-A) pelo valor de R\$ 45,08. Este valor, por sua vez, corresponde ao preço médio das ações preferenciais de emissão da Petrobras, ponderado por volume, verificado no pregão do segundo dia útil anterior à data do leilão da OPA e nas primeiras três horas do pregão do primeiro dia útil anterior à data do leilão da OPA, e foi utilizado pela Petrobras para fins de cálculo da relação de troca e da relação de troca ajustada, supramencionadas;
  2. a adoção, do preço médio ponderado das ações preferenciais de emissão da Petrobras utilizado para a aferição das relações de troca acima referidas, para o cálculo do valor de resgate das ações de emissão da BR Distribuidora, poderia acarretar ao acionista titular destas ações uma vantagem ou desvantagem, conforme demonstrado a seguir:
    - o se considerássemos o preço médio das ações preferenciais de emissão da Petrobras, ponderado por volume, verificado em pregão recente (22/01/2004), o valor de resgate em tela resultaria da multiplicação da Rtr-A pelo valor de R\$ 85,02, o qual é significativamente superior ao proposto pelo Consulente (que sequer vislumbra acréscimos ou correção de valores);
    - o por outro lado, se o preço médio ponderado das ações preferenciais de emissão da Petrobras, verificado em pregão recente, consistisse em valor inferior aos R\$45,08 acima referidos, o valor de resgate proposto pelo Consulente apresentar-se-ia mais vantajoso para o acionista titular das ações a serem resgatadas;

Esta GER-1 entende que, no caso concreto ora apresentado, a forma de pagamento a ser adotada quando do resgate de que trata o §5º do art. 4º da Lei, e que seja dada como mais justa, seria a permuta, e não o pagamento em dinheiro conforme proposto pelo Consulente. Visando a corroborar tal entendimento, salientamos que as ações preferenciais de emissão da Petrobras possuem grande liquidez no mercado, de forma que aquele acionista que quiser transformar sua participação em dinheiro, poderá fazê-lo através da venda de suas ações no mercado;

Quanto ao pagamento do resgate em questão efetivar-se na forma de permuta, cumpre atentar para a possibilidade ou não de a BR Distribuidora, responsável pelo resgate, possuir participação acionária em sua controladora (participação recíproca), ainda que para fins de operacionalizar a referida permuta. Nesse tocante, estabelece o §1º do art. 244 da Lei que a vedação de participação recíproca entre a companhia e suas coligadas ou controladas não se aplica ao caso em que ao menos uma das sociedades participa da outra com observância das condições em que a lei autoriza a aquisição das próprias ações;

Nesse particular, dispõe o §1º do art. 30 da Lei que a companhia poderá adquirir suas próprias ações, para permanência em tesouraria ou cancelamento, e respectiva alienação (alíneas "b" e "c"). Já o §2º do mesmo artigo estabelece que a aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá às normas expedidas pela CVM, que poderá subordiná-la a prévia autorização em cada caso. A norma da CVM que trata da aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e respectiva alienação, é a Instrução CVM nº 10/80;

Nos termos do art. 3º da Instrução CVM nº 10/80, e considerando o disposto na Instrução CVM nº 268/97, as companhias abertas não poderão manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% de cada classe de ações em circulação no mercado, *incluídas neste percentual as ações existentes, mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas*. Dentre outros preceitos a serem observados, destaca-se ainda que a aludida aquisição deverá ser efetuada em bolsa (art. 9º), bem como não pode ultrapassar o valor das reservas de lucros ou de capital consideradas disponíveis para tal finalidade (art. 7º);

Somente para fins de ilustração, se, quando da aplicação da fórmula prevista no item 7 do Edital da OPA, considerarmos o preço médio das ações preferenciais de emissão da Petrobras, ponderado por volume, verificado em pregão recente (R\$ 85,02), obteríamos uma Rtr-A de 0,95249 ações de emissão da Petrobras por 1.000 ações de emissão da BR Distribuidora. Assim, quando do resgate das ações de emissão da BR Distribuidora remanescentes no mercado (cerca de 550.203 – lote mil), seriam necessárias ações de emissão da Petrobras equivalentes a 0,07% das ações em circulação no mercado (cerca de 524 mil ações num universo de 743.223.000 ações em circulação);

Consoante preceitua o §5º do art. 4º da Lei, o resgate das ações será feito pelo "valor da oferta", o qual deve ser depositado em estabelecimento bancário. Entretanto, surge a indagação, no caso concreto, acerca da possibilidade de o "valor da oferta", para fins de pagamento do valor de resgate, consistir em ações preferenciais da Petrobras. Vale dizer, o pagamento do valor de resgate, que deve ser depositado em estabelecimento bancário, necessariamente será realizado em moeda corrente, ou pode efetuar-se em valores mobiliários? Nesse particular, destacamos que o art. 6º da Instrução CVM nº 361/02 prevê a possibilidade de o pagamento pelas ações objeto das OPA realizar-se em moeda corrente (compra), em valores mobiliários (permuta), ou parte em dinheiro e parte em valores mobiliários (mista). Além disso, quanto ao depósito de valores mobiliários, salienta-se que tal serviço pode ser prestado por instituição financeira prestadora de serviços de custódia de valores mobiliários;

Ademais, no que tange à afirmação do Consulente de que o pagamento do valor de resgate obedecerá aos mesmos procedimentos operacionais aplicáveis aos pagamentos de dividendos, alertamos que não se deve considerar, para este fim, a prescrição de que trata o art. 287, inciso III, alínea "a" da Lei, conforme já se manifestou a Procuradoria Jurídica desta Autarquia (hoje denominada Procuradoria Federal Especializada). Assim é que à matéria aplica-se o disposto no *caput* do art. 2º da Lei nº 2.313/54, que estabelece o prazo prescricional de cinco anos, o qual somente se inicia após decorridos vinte e cinco anos do depósito e desde que, decorrido esse prazo, ocorra a efetiva transferência dos recursos para o Tesouro Nacional (PARECER/CVM/PJU/Nº022/2002, de 29/10/2002);

Destarte, em que pese a BR Distribuidora não ser mais uma companhia de capital aberto, compete à CVM zelar pelo regular cumprimento do disposto no §5º do art. 4º da Lei, na medida em que a matéria disciplinada neste artigo se encontra sob o poder regulamentar da CVM, nos termos do §4º do art. 4º-A da Lei.

Em resposta ao Memorando supramencionado, o Procurador Federal Clóvis de Souza manifestou-se pelo acolhimento do modelo sugerido pelo Consultante, no que toca à aferição do "valor da oferta", desde que o valor a ser pago em espécie, constatado à época da feitura da OPA, seja monetariamente corrigido (MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº280/2003, às fls. 46 a 53).

No mesmo sentido manifestou-se o Procurador-Chefe, Henrique de Rezende Vergara, embora em discordância com o Subprocurador-Chefe, Alexandre Pinheiro dos Santos, no que diz respeito à imposição da atualização do valor da oferta (Despacho ao MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº280/2003, à fl. 54).

Não obstante o posicionamento da PFE, julgamos que para a perfeita aplicação do disposto no § 5º do artigo 4º da Lei das S/A, que prevê o pagamento do resgate pelo valor da oferta, e considerando ter a CVM regulado as OPA admitindo a hipótese de pagamento em ações de companhia aberta [OPA de permuta], o resgate das ações deve se dar, em ações ou em espécie, neste último caso, desde que reflita, na data do resgate, a relação de permuta adotada na OPA.

Em verdade, o que o legislador vislumbrou com o dispositivo citado foi garantir que o resgate se dê a preço justo. No presente caso, chegou-se ao preço justo, uma relação de permuta, através: (i) da avaliação das companhias envolvidas na troca das ações; (ii) da ausência de requerimento de nova avaliação para a determinação do preço justo, por detentores das ações em circulação da BR Distribuidora; e, (iii) a adesão de mais de 2/3 das ações em circulação à OPA.

Quando tal relação é baseada no critério de fluxo de caixa descontado, o que se está comparando na realidade é o futuro das companhias envolvidas. Portanto, consideramos ser tecnicamente incorreto estabelecer-se um valor em reais na data da liquidação da OPA, pois a moeda de pagamento da OPA foi a ação da Petrobras, cujo valor de avaliação envolve uma perspectiva de gerar um fluxo de remuneração no futuro e não sua cotação em data determinada, no caso a data de liquidação da OPA.

Portanto, não se justifica, para assegurar que o resgate ocorra ao preço justo, estabelecer-se uma quantia para o valor de reembolso, em que o resgatado estaria habilitado a adquirir cerca da metade das ações da Petrobras a que faria jus se tivesse participado da OPA de cancelamento de registro.

Tendo em conta o entendimento explicitado pela PFE, e visando à obtenção de solução dada como justa, esta GER-1 vislumbra a possibilidade de a BR Distribuidora operar o resgate de que trata o §5º do art. 4º da Lei, oferecendo aos acionistas remanescentes o pagamento em espécie, cujo valor corresponderia ao produto que seria obtido em venda na Bolsa (em data a ser definida) das ações de emissão da Petrobras a que teriam direito os aludidos acionistas em razão da permuta (que seria realizada com base na Rtr-A).

Adicionalmente, deveria ser concedida aos acionistas titulares das ações a serem resgatadas a opção de receberem o valor de resgate em ações de emissão da Petrobras, com base na Rtr-A, caso seja de sua preferência. Tal concessão, além de assegurar o tratamento equitativo entre os acionistas titulares das ações a serem resgatadas, os aceitantes da OPA e aqueles que exerceram o Direito de Venda, não possui qualquer vedação legal, na medida em que, s.m.j., o §5º do art. 4º da Lei não é explícito acerca da forma a ser adotada no pagamento do resgate, tratando tão-somente do "valor" do resgate das ações remanescentes.

Situação similar ocorre em relação à forma a ser adotada no pagamento de dividendos aos acionistas, tendo, inclusive, sido objeto de manifestação por parte da Procuradoria Jurídica desta Autarquia, conforme PARECER/CVM/SJU/Nº003, de 11/01/83 (cópia às fls. 63 a 67).

No aludido parecer, a advogada Luíza Rangel de Moraes do Rêgo Monteiro, acompanhada pela Gerente de Legislação e Pesquisa da época, Norma Jonsen Parente, manifestou-se, em tese, quanto à possibilidade legal da distribuição de dividendos in natura — ausência de preceito explícito na lei societária a respeito da forma a ser adotada no pagamento dos dividendos aos acionistas —, conforme devidamente definidos no estatuto social o órgão competente para deliberar sobre a forma de pagamento dos dividendos em cada exercício e os parâmetros a serem observados na escolha de bens não pecuniários a distribuir, de modo a evitar o arbítrio da maioria ou dos administradores.

O Superintendente Jurídico, por sua vez, manifestou entendimento diverso da conclusão acima referida, porém ressaltou a possibilidade do pagamento dos dividendos in natura na hipótese de dação em pagamento, voluntariamente aceita pelo acionista.

Sobre o assunto, vale a pena ainda ressaltar a redução do capital social da Monteiro Aranha S.A., na qual a restituição aos acionistas, do valor das ações canceladas, não foi efetuada em espécie, mas sim em ações preferenciais de emissão da IKPC – Indústrias Klabin de Papel e Celulose S.A., cuja participação representava 61% do total do investimento da Monteiro Aranha S.A. nas suas empresas controladas e coligadas (vide cópia da Ata da RCA de 19/10/95 às fls. 69 a 71), conforme aprovado em Assembléia Geral Extraordinária.

Seguindo a mesma linha, a Wembley Sociedade Anônima ("Wembley") promoveu a reestruturação de sua composição acionária através do resgate da totalidade das ações preferenciais de sua emissão, com o pagamento em ações preferenciais de emissão da Companhia de Tecidos Norte de Minas – COTEMINAS ("Coteminas") de que era titular.

Tal operação, consoante informado no Fato Relevante de 08/11/02 (às fls. 75 e 76), visava principalmente ao aumento da liquidez das ações de emissão da Coteminas, bem como seria objeto de deliberação em Assembléia Geral de acionistas da Wembley e em Assembléia Especial de acionistas da Wembley titulares de ações preferenciais. Ressalta-se, ainda, que a Wembley celebrou instrumento particular de Compromisso de Reestruturação Societária com acionistas não controladores representando cerca de 80% do capital preferencial da companhia, com vistas a efetivar a reestruturação em tela.

Ademais, a aludida operação foi apresentada a esta Comissão à época, não tendo sido levantado qualquer óbice à sua realização (Processo CVM/SP2002/0615).

Finalmente, embora possa-se dizer que os casos acima explicitados não refletem exatamente a questão ora suscitada (salienta-se que não há precedentes sobre a questão), é de se observar que os mesmos são de grande valia para demonstrar a possibilidade da adoção do procedimento ora vislumbrado por esta GER-1, notadamente quanto a deixar a cargo do acionista titular das ações a serem resgatadas a escolha quanto à forma de pagamento de suas ações (em espécie ou em ações de emissão da Petrobras), com vistas a efetivamente assegurar a equidade de tratamento entre os acionistas da BR Distribuidora como um todo.

Isto posto, propomos solicitar à Superintendência Geral que seja encaminhado à apreciação do Colegiado da CVM a presente consulta, tendo em vista o caso concreto apresentado e as considerações efetuadas pela PFE e por esta GER-1.

Atenciosamente,

Reginaldo Pereira de Oliveira

Gerente de Registro 1