PARA:SGE MEMO/SRE/Nº 94/2004

DE: SRE DATA: 24/05/2004

Assunto: Dispensa de Requisitos de Registro na Oferta Pública de Distribuição de Ações Preferenciais de Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. ("Gol") – Processo CVM Nº RJ/2004/2185.

Senhora Superintendente-Geral,

O Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A. ("Unibanco"), bem como a Gol e seus acionistas Comporte Participações S.A. e BSSF Air Holdings ("Acionistas Vendedores"), que irão alienar seus valores mobiliários em oferta pública de distribuição primária e secundária de ações preferenciais de emissão da Gol, cujo pedido de registro encontra-se em análise nesta SRE, sob regime de confidencialidade, requereram a dispensa de cumprimento de requisitos do registro, com fundamento no disposto no art. 4°, § 4° da Instrução CVM n° 400, em expedientes datados de 29 de março e 19 de abril.

Mais recentemente, em 20 de maio, aperfeiçoaram a fundamentação anteriormente apresentada e consolidaram os pedidos de dispensa, em documento que anexamos ao presente, a saber:

a. Apresentação do contrato de distibuição e dos termos de adesão ao contrato, conforme requerido pelo art. 7° e Anexo II, item 1. da Instrução;

b. Instrução do pedido com estudo de viabilidade, nos termos do art. 32;

c. Faculdade concedida a investidores, que tenham realizado pedido de reserva, de confirmarem o investimento somente após o início do período de distribuição, tal como disposto no parágrafo 2º do artigo 46;

d. Disponibilização dos Prospectos preliminar e definitivo nas páginas da rede mundial de computadores do Banco Morgan Stanley Dean Witter S.A. ("Morgan Stanley"), instituição intermediária integrante do consórcio de distribuição das ações, e dos Acionistas Vendedores, conforme preconizado pelo art. 42, § 1° e 3°;

e. Vedação de colocação dos valores mobiliários junto a administradores da companhia emissora e das instituições intermediárias, que venham a participar da oferta mediante efetuação de reserva na tranche destinada a investidores não considerados institucionais, no caso de distribuição com excesso de demanda, nos termos do art. 55.

Na oportunidade da apresentação do documento consolidado, foi ainda enviado um memorando preparado pelo escritório de advocacia Shearman & Sterling, versando sobre regras e práticas norte-americanas aplicáveis à divulgação de projeções por companhias abertas em ofertas públicas, que também anexamos.

1. A Oferta

A oferta envolve a distribuição primária e secundária de ações preferenciais, com direito de voto restrito a determinadas matérias, a serem colocadas nos mercados do Brasil e do exterior, este último através do estabelecimento de um programa de recibos de depósito de ações, necessário para a realização da oferta pública nos EUA e a posterior negociação desses recibos na bolsa de valores de Nova Iorque (ADR nível 3). Estimam os ofertantes levantar aproximadamente R$ 450 milhões com a operação.

Há previsão de acréscimo de lote suplementar de 15% das ações – "Green Shoe", nos termos do art. 24 da Instrução, opção esta que será toda utilizada no exterior, e a possibilidade de ampliação da oferta em mais 20%, conforme dispõe o art. 14, § 2° da norma.

A Oferta Global das ações será dividida em:

1. Oferta Brasileira:

    a. Mediante depósito do valor integral, investidores considerados não institucionais e clubes de investimento, poderão reservar as ações desejadas. O montante desta tranche será de até 20% do total das ações ofertadas no Brasil, com limite mínimo de aplicação de R$ 1 mil, e máximo de R$ 300 mil para os não institucionais e R$ 1.500 mil para os clubes de investimento; e,

    b. Coleta de intenções de investimento entre investidores institucionais e qualificados, conforme definidos na Instrução CVM n° 302; investidores residentes no exterior, nos termos da Instrução CVM n° 325; e, clubes de investimento, estes últimos podendo participar de ambas as tranches.

2. Oferta Internacional: coleta de intenção de investimento para os ADR entre instituições integrantes do consórcio internacional lideradas por Morgan Stanley.

    O preço das ações será apurado pelo processo de coleta de intenções de investimento, denominado pelos participantes do mercado como "book building", do qual participarão todos os investidores, exceto aqueles destinatários da oferta de varejo, ou seja, os investidores considerados não institucionais e clubes de investimento da oferta brasileira.

    O período de reserva de ações para os investidores não institucionais e clubes de investimento na oferta brasileira será de 10 dias úteis. No segundo dia útil, após encerrado tal período, será fixado o preço das ações como resultado do processo de "book building".

    No contrato de distribuição das ações figuram ainda como "instituições coordenadoras" o Morgan Stanley e o Banco Santander do Brasil.

    Até a conclusão da oferta a companhia celebrará um contrato de adesão ao Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa com a Bovespa, para ter suas ações listadas no Nível 2. Além do cumprimento dos requisitos para tal, as ações ofertadas da Gol terão direito de participar em OPA por força de alienação de controle, que deverá ter o preço de aquisição igual ao preço pago por ação do bloco de controle. Ademais, nas demonstrações financeiras trimestrais da emissora será incluída a demonstração de fluxo de caixa em US GAAP.

2. Fundamento do Pedido de Dispensa

Alegam os requerentes, para a solicitação de dispensa de cumprimento dos requisitos do registro, em resumo o que se segue:

a. Para a não apresentação do contrato de distribuição e dos termos de adesão ao contrato, citam o inciso IV, parágrafo 1°, do artigo 4° da Instrução, que estabelece que a CVM irá considerar para a concessão da dispensa, o fato da distribuição realizar-se em mais de uma jurisdição e que tal dispensa se faça necessária para compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos. Sustentam que o

contrato não é requerido pela Securities and Exchange Commission dos EUA para o registro da oferta naquele país e que a manutenção da exigência impossibilita a exata coordenação entre os eventos necessários à implementação da oferta, a serem praticados no Brasil e no exterior, acabando por prejudicar a negociação do conteúdo das cláusulas a serem inseridas no contrato. Porém, posteriormente, no expediente de 20 de maio, informam que o pleito teria perdido objeto em razão do arquivamento dos documentos na CVM em 14 de abril.

b. Da mesma forma, no que concerne à não instrução do pedido com estudo de viabilidade, argumentam, com base no aludido inciso IV, que a dispensa é necessária para compatibilizar procedimentos das ofertas brasileira e internacional, haja vista que a divulgação de prognósticos, contidos no estudo de viabilidade, no âmbito de oferta pública, além de ser incompatível com a regulamentação norte-americana e prática estabelecida no mercado daquele país, expõe a companhia emissora e as instituições que coordenam a operação a riscos extremos de se tornarem réus em processos judiciais movidos por investidores.[(1)] Embora o estudo de viabilidade não seja requerido pela Lei de Valores Mobiliários norte-americana, o fato de ele constar do prospecto brasileiro, por força da citada lei, deve também ser incluído no prospecto arquivado na SEC.[(2)] A precisão dos números contidos no estudo pode ser interpretada, na prática, como uma afirmação implícita de que os riscos do investimento são limitados e quantificáveis. Mencionam, ainda, sobre o tema, que o Congresso dos EUA restringiu em 1995 os fundamentos para a responsabilização da companhia emissora, não atingindo, todavia, tal benefício as ofertas públicas iniciais, como é o caso da presente. Ressaltam que a dispensa torna-se necessária para tornar efetiva a diretriz adotada pelo CMN (Voto CMN n° 426/78 – Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios) de que a regulação específica do registro de ofertas públicas de valores mobiliários deve perseguir o adequado equilíbrio entre a proteção dos investidores e as obrigações dos emissores, acionistas vendedores e instituições intermediárias. Concluem que a apresentação do estudo de viabilidade e sua inclusão no Prospecto traria riscos à companhia, seus acionistas atuais e futuros, seus administradores e aos intermediários da oferta desproporcionais aos benefícios que o estudo poderia gerar. Apresentam, ademais, outras razões para obter a concessão da CVM, a saber:

   I. Embora a companhia emissora tenha sido constituída em 12 de março p.p, a Gol Transportes Aéreos S.A., seu único investimento, está em atividade desde janeiro de 2001, satisfazendo a exigência de dois anos de atividades, não se sujeitando ao disposto no inciso II do artigo 32 da Instrução;

   II. Apesar de o valor da emissão exceder o patrimônio líquido da emissora, por pequena diferença [(3)], os recursos serão aplicados para a formação de capital de giro e compra ou arrendamento de aeronaves, sendo tais usos consistentes com os negócios da companhia e não representam alteração fundamental em seus negócios ou riscos. Entendem que a Instrução 400 objetiva, ao requerer o estudo de viabilidade, nos termos do inciso IV do artigo acima citado, proteger o investidor no caso de uma radical transformação nas atividades da emissora em conseqüência de uma captação de recursos superior aos investimentos já realizados;

   III. Não obstante constasse da petição inicial e da minuta do Prospecto submetido à revisão da CVM, admitindo que a fixação do preço da emissão iria se basear nas perspectivas de rentabilidade futura da companhia, a nova petição traz argumentação distinta, estabelecendo que o preço das ações será fixado pela administração da emissora considerando a cotação das ações na bolsa de valores, nos termos do art. 170 da Lei das S/A. Dessa forma, não caberia a exigência do estudo de viabilidade sob o fundamento do art. 32, inciso III da Instrução. Para tal, interpretam o citado artigo 170, concluindo ser o critério da cotação das ações em bolsa o mais adequado para a fixação do preço das ações, quando se utiliza na oferta o procedimento de coleta de intenções de investimento ("book building").[(4)]

c. Já no que diz respeito à faculdade concedida a investidores, que tenham realizado pedido de reserva, de confirmarem o investimento somente após o início do período de distribuição, tal como disposto no parágrafo 2º do artigo 46, sustentaram, para o não atendimento de tal requisito, que o § 3º do artigo 45 já confere ao investidor a possibilidade de condicionar sua oferta, em seu pedido de reserva, a um preço máximo e que seria operacionalmente difícil de implementar na oferta brasileira. Todavia, na petição recente, informam que a dispensa requerida não se faz mais necessária, em decorrência de entendimento já proferido pela CVM a respeito da interpretação sistemática das disposições do artigo 45, § 4° e do artigo 46, § 2° da Instrução, que será adotado pelos requerentes no texto do Prospecto.

d. Quanto ao pedido para não disponibilizar os Prospectos preliminar e definitivo nas páginas da rede mundial de computadores do Morgan Stanley e dos Acionistas Vendedores, salientam que os mesmos não possuem *"website"* próprio, mas que o princípio da ampla divulgação de informações não será afetado, pois os Prospectos já serão disponibilizados nas páginas da rede mundial de computadores da emissora, da instituição líder da distribuição e demais instituições intermediárias, da CVM e da Bovespa.

e. Por fim, para permitir a colocação dos valores mobiliários junto a administradores da companhia emissora e das instituições intermediárias, no caso de distribuição com excesso de demanda, condicionam os mesmos a participar da oferta apenas mediante efetuação de reserva na tranche destinada a investidores não considerados institucionais. Alegam que, com tal iniciativa, mitigam a possibilidade de tais investidores adquirirem as ações objeto da oferta, de posse de informação sobre a demanda verificada na oferta global, pois:

   I. esses investidores vinculados terão que formular seus pedidos de reserva, como os demais investidores do chamado varejo, antes da conclusão do processo de coleta de intenções de investimento ["book building"]. Estariam, desta maneira, impossibilitados de se utilizar de sua posição privilegiada, de acesso ao livro para verificar a condição de excesso de demanda, para obter o lote desejado;

   II. a oferta não institucional não apresenta qualquer elemento de discricionariedade na alocação das ações, sendo certo que, no caso de ocorrência de excesso de demanda, haverá rateio proporcional entre os vários investidores, com aplicação de um critério único e objetivo;

   III. para eliminar a possibilidade desses investidores monitorarem a evolução da demanda institucional e efetuarem seus pedidos no final do prazo, a formalização do pedido de reserva para os mesmos se dará apenas na primeira metade do prazo concedido para a realização dos pedidos de reserva dos investidores não institucionais;

   IV. tais precauções aliadas à volatilidade existente no mercado de capitais brasileiro, torna remoto o risco de ocorrência da prática abusiva que a Instrução busca eliminar.

Salientam, adicionalmente, que a aplicação da vedação pode trazer prejuízos ao mecanismo de garantia firme que lastreia a Oferta Brasileira, na medida em que não se poderia simplesmente proibir de plano a reserva de ações por pessoas vinculadas, para que no fechamento da coleta de intenções de investimento seja verificada a ocorrência do excesso de demanda e, se aplicável, as reservas de tais pessoas seriam então

canceladas. Tal cancelamento pode acarretar prejuízos às corretoras participantes da Oferta Brasileira, uma vez que a garantia firme dos coordenadores da Oferta Brasileira está baseada em intricada seqüência de garantias e contra-garantias entre os diversos participantes da Oferta Brasileira. Este potencial prejuízo poderá reduzir a atratividade da Oferta Brasileira às corretoras participantes, podendo, conseqüentemente, causar danos aos esforços de distribuição junto a investidores não-institucionais e clubes de investimento e à dispersão acionária mais ampla pretendida na oferta.

3. Considerações da Área Técnica acerca do Pedido de Dispensa

Cabe primeiramente assinalar, que o pedido de dispensa foi fundamentado, contemplando o previsto no § 2° do art. 4°, e formulado nos termos do Anexo I, ambos da Instrução 400. Nossa manifestação, nos termos do citado artigo, que se segue, observa os princípios do interesse público, da adequada informação e da proteção do investidor:

a. Contrato de Distribuição:

A ausência de apresentação do contrato de distribuição pode acarretar prejuízo para a qualidade do exame realizado pela CVM em toda a documentação da oferta, podendo afetar de modo relevante os princípios que buscamos resguardar. Isto porque nossa análise verifica, primeiramente, se o contrato está consistente com a deliberação de criação dos valores mobiliários e se contempla e observa os princípios e comandos contidos na Instrução para a regulação da atividade de intermediação da oferta.

Ademais, o exame de outros documentos da oferta, como o prospecto e os anúncios, depende da prévia revisão dos termos contratados, pois em realidade tais termos dão respaldo a informações da oferta ali contidas.

O fato de a autoridade do mercado de valores dos EUA não requerer o contrato em seu procedimento de registro da oferta pública não impede ou inviabiliza que tal documento seja submetido à apreciação da CVM.

Cabe ressaltar que a nova instrução estabeleceu a prerrogativa de apresentação de documentos sob a forma de minuta, o que torna viável o prosseguimento da negociação entre as partes para se chegar a uma redação definitiva do contrato. O que não pode ocorrer é a CVM ficar impedida de proceder uma análise acurada da documentação da oferta, no prazo de 20 dias úteis estabelecido na regra, em virtude da ausência de documento da relevância do contrato de distribuição.

Por este motivo, esta área técnica, com base no disposto no parágrafo único do artigo 8º, antecipou-se à decisão final da CVM e condicionou o início de contagem do prazo de análise à apresentação da minuta de contrato de distribuição. Os interessados apresentaram tal minuta em 14 de abril p.p.

Assim, em consonância com o admitido pelos requerentes, julgamos que o pleito tenha perdido objeto. Todavia, seria importante uma decisão do Colegiado a respeito, para, no caso, respaldar a decisão adotada pela área técnica e balizar futuras decisões sobre o tema.

b. Estudo de Viabilidade:

Já em relação à hipótese de não apresentação do estudo de viabilidade, temos que a operação em tela, por suas características, a princípio, estaria capitulada em três dos cinco incisos do artigo 32 da Instrução, que dão ensejo à apresentação do estudo, ou seja: (i) a emissora exerce a sua atividade há menos de dois anos e está realizando sua primeira oferta pública de distribuição de ações [inciso II]; (ii) a fixação do preço de emissão baseia-se nas perspectivas de rentabilidade futura da emissora [inciso III]; e, (iii) o montante da emissão é superior ao valor de patrimônio líquido da companhia.

Importante assinalar que a CVM estabeleceu tal requisito na Instrução, considerando o comando dos § 5° e 6° do artigo 170 da Lei das S.A., que prevê a observância do disposto no artigo 82, inclusive a instrução do pedido de registro com o estudo de viabilidade no aumento de capital mediante subscrição pública.

Assim, julgamos que devamos ser bastante criteriosos e seletivos ao deliberar o afastamento do cumprimento de tal peça informativa, dada sua relevância para garantir decisões de investimento refletidas e conscientes por parte do público investidor.

O fato de a emissora ter como seu único negócio o investimento em companhia operacional, que já se encontra em atividade por três anos, inegavelmente mitiga a necessidade do estudo de viabilidade, pois a análise do risco do negócio e da futura performance da companhia pode ser realizada pelos investidores ou seus consultores com base em horizonte de três anos de funcionamento da companhia controlada. Não é sem razão que a seção do Prospecto "Discussão e Análise da Administração sobre as Demonstrações Financeiras" contempla as demonstrações financeiras consolidadas pró-forma da emissora nos últimos três exercícios sociais.

Já no que concerne ao tema da fixação do preço com base nas perspectivas de rentabilidade da companhia, os requerentes evoluíram para adotar, por analogia, o critério de cotação das ações em bolsa, estabelecido no inciso III do art. 170 citado, afastando desse modo a obrigatoriedade de apresentação do estudo de viabilidade.

Em realidade a interpretação apresentada pelos requerentes acerca do inciso III do art. 170 nos parece condizente com o espírito do legislador de garantir, nos aumentos de capital por subscrição de ações, que a emissão das ações se dê a um preço compatível com o valor econômico da companhia emissora e que não implique em diluição injustificada da participação dos antigos acionistas.[(5)]

Dessa forma, reconhece o legislador, ao aceitar a cotação em bolsa das ações como critério válido para a fixação do preço nas emissões, a eficiência dos mercados líquidos e transparentes, que permitam a livre atuação das forças que ali participam, na descoberta do valor econômico das ações.

O processo de coleta de intenções de investimento ("book building"), que vem sendo adotado ultimamente para a fixação de preços e taxas dos valores mobiliários ofertados à poupança pública no País, tem também os mesmos elementos de eficiência que caracterizam o mercado bursátil.

Em realidade, nesse processo de fixação de preços temos:

a. A transparência e a ampla divulgação de informações, características das ofertas públicas de valores mobiliários registradas na CVM, que são pressupostos para se atingir a eficiente formação de preços dos valores mobiliários e alocação dos recursos dos poupadores;

b. A livre e independente atuação de duas importantes forças de mercado agindo para maximizar seus ganhos, ou seja:

    a. Os ofertantes buscando o maior preço possível para suas participações acionárias (distribuição secundária) estando,

em conseqüência, alinhados com o interesse da companhia emissora (oferta primária), já que o preço será uniforme;

b. Os investidores institucionais nacionais e as instituições intermediárias no exterior, com seu conhecimento e experiência de mercado de capitais e opções de investimentos alternativos, objetivando garantir o menor preço possível para as ações ofertadas, em um ambiente competitivo;

c. Uma espécie de leilão em que se objetiva o equilíbrio entre a maximização de preço e a viabilização de um mercado secundário para as ações após o encerramento da oferta.

Embora o processo de "book building" não atinja necessariamente o preço máximo dos valores mobiliários, como um leilão regular em bolsa, em nosso entender tal processo pode ser recepcionado pela CVM como critério válido de cotação de preço das ações, nos termos do art. 170, pois em tal hipótese o legislador foi sábio e admitiu a faculdade de se estabelecer ágio ou deságio sobre o valor apurado de cotação.

A discricionariedade dos ofertantes, que se sujeita aos interesses legítimos da companhia, de fixar o preço abaixo (deságio) do apurado no "leilão" do processo de "book building" é, pois, em nosso julgamento, perfeitamente viável para efeitos da correta aplicação do art. 170.

Diante do exposto, somos favoráveis ao acatamento da interpretação do art. 170 apresentada pelos requerentes para a fixação do preço das ações a serem ofertadas ao público.

Porém, no que concerne ao requisito do inciso IV do artigo 32 da Instrução, que prevê a apresentação do estudo de viabilidade quando o valor da emissão superar o valor do patrimônio líquido da emissora, consideramos tratar-se de um critério objetivo e claro, não admitindo a interpretação apresentada pelos requerentes, de que sua aplicação está condicionada a uma radical transformação nas atividades da emissora em conseqüência de captação de recursos superior aos investimentos já realizados.

Dessa forma, considerada a necessidade de apresentação do estudo de viabilidade, por força do disposto no citado inciso IV, devemos então verificar a viabilidade de aplicação ao presente pedido do comando contido no inciso IV do artigo 4° da Instrução, prevendo que as decisões da CVM sobre pedidos de dispensa devem considerar as condições especiais da operação pretendida, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos, quando a distribuição se realiza em mais de uma jurisdição, como é o caso da oferta em análise.

Sobre o tema, consultamos a PFE que se posicionou, através de memorando e despacho que anexamos, em resumo nos seguintes termos:

> *".... a inexistência de um precedente jurisprudencial impede afirmar, com segurança, que a divulgação do estudo de viabilidade poderia vir a causar a responsabilidade da companhia pelas projeções não confirmadas.*
>
> *Entretanto, o receio dos requerentes tem respaldo no parecer do Dr. Janszky[(6)], que, inclusive, aconselha a companhia a não fazer a emissão e distribuição das ações nos EUA, caso fosse obrigada a apresentar o estudo de viabilidade.*
>
> *Nesse diapasão, cabe ao Colegiado desta autarquia, diante de juízo técnico-político, deliberar pelo provimento do pedido, considerando, para tanto, os motivos relevantes indicados pelos requerentes e a possibilidade de se inviabilizar a operação junto ao maior mercado de capitais do planeta.*
>
> *.... esta CVM, à luz da interpretação sistemática das leis e regulamentação ora aplicáveis e em tese, pode, com bons fundamentos e a partir das peculiaridades do caso concreto, dispensar o estudo de viabilidade de que se cuida, embora, para tal, tenha de enfrentar a substância da motivação da SRE para a exigência de tal estudo in casu, bem como entender que não há propriamente, na situação específica, incompatibilidade cabal de sistemas jurídicos, não obstante ser obviamente relevante para esta Comissão o ora conhecido aconselhamento técnico no sentido de que a companhia abandone as suas intenções de efetivar oferta nos termos ora submetidos, na hipótese de se manter a exigência retro."*

Haja vista que segundo a análise técnico-jurídica não há como caracterizar a incompatibilidade de procedimentos adotados no Brasil e nos EUA, nos termos do inciso IV do artigo 4°, que respaldaria a concessão da dispensa, resta-nos examinar, por fim, se a manutenção da exigência do estudo de viabilidade é compatível com a finalidade do conjunto de regras constante da Instrução 400, de assegurar o equilíbrio das relações existentes entre ofertantes, intermediários e investidores nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Tal exame envolve a verificação dos riscos incorridos pela emissora ao divulgar o estudo de viabilidade na oferta nos EUA frente ao benefício de captar recursos da poupança pública no Brasil.

Sobre a questão, a manifestação do Shearman & Sterling deixa claro que há uma grande probabilidade da companhia sofrer uma ação de indenização nos EUA, caso suas projeções não se verifiquem.[(7)]

Podemos afirmar com convicção, considerando a volatilidade hoje existente nos mercados nacionais e internacionais, que é alta a probabilidade dos resultados previstos no estudo de viabilidade não se verificarem.

Podemos exemplificar nossa assertiva com dois fatores que devem necessariamente constar das premissas do avaliador, necessárias ao exercício de projetar resultados futuros de uma companhia de aviação, ou seja a taxa de câmbio e o preço do petróleo.

Se a Gol tivesse realizado sua oferta no mês passado, quando um dólar norte-americano poderia ser trocado por R$ 2,90, o investidor dos EUA, que tivesse aderido à oferta, poderia estar contabilizando agora um prejuízo de 12%, em decorrência da desvalorização recente do real, embora o preço da ação em reais se mantivesse estável em reais.

Já o preço do petróleo é variável de difícil previsão de comportamento futuro. No Brasil, a Petrobrás e próprio Governo, segundo nossa imprensa, tem claras dificuldades para definir se os preços atuais se manterão ou se estamos vivenciando um período de alta especulativa de preço dessa mercadoria.

Considerando que o combustível representa cerca de 30% das despesas operacionais da Gol, é relativamente simples vislumbrar o efeito que um descasamento da premissa adotada para o preço futuro do petróleo no estudo de viabilidade irá acarretar no resultado projetado da empresa.

Cremos que com estes dois singelos exemplos tenhamos caracterizado a tese da alta probabilidade de a empresa brasileira sofrer

ações de indenização nos EUA.

Por outro lado, o advento de uma ação indenizatória contra a companhia, dada sua materialidade, poderia significar prejuízo aos seus acionistas, mesmo para aqueles beneficiários da ação, haja vista a apropriação pelos advogados de parte considerável do resultado da medida judicial, conforme assinalado pela Shearman & Sterling.[(8)]

Ademais, cabe assinalar, a título de ilustração, que uma redução de aproximadamente 12% no valor da emissão pretendida faria com que o volume ofertado ficasse aquém do valor do patrimônio líquido da companhia, caindo dessa forma a obrigatoriedade de apresentação do estudo de viabilidade.

Assim, considerando que apenas 20% da oferta se destinará ao mercado brasileiro, uma decisão da companhia de privar o mercado nacional do acesso a suas ações, como recomenda a Shearman & Sterling[(9)], caso a CVM mantenha a obrigatoriedade de apresentação do estudo de viabilidade, não parece uma possibilidade longínqua.

Outro ponto que vale a pena trazer para a discussão é o diferente enfoque dado à apresentação de projeções no Brasil e nos EUA. Em nosso País, a informação é vista pela regulação como importante para permitir decisões refletidas de investidores, enquanto nos Estados Unidos a SEC não parece ver com bons olhos as projeções, com afirma a Shearman & Sterling.[(10)]

O estudo de viabilidade em nosso arcabouço regulatório é ferramenta útil a investidores e analistas para elaborarem suas próprias projeções, tendo como fonte informações da própria administração da emissora, que de outra maneira não teriam acesso.

A regulação brasileira, ao permitir o acesso do público investidor ao plano de negócios (estudo de viabilidade) da empresa, assegura a aplicação do princípio da ampla divulgação de informações em nosso mercado.

Já ao fixar de maneira clara e objetiva a responsabilidade daqueles que divulgam tais prognósticos e preservar a companhia e seus administradores com regras simples de acompanhamento das projeções e sua descontinuidade, a CVM nada mais faz que buscar manter o citado equilíbrio nas relações que devem prevalecer nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Todavia, quando os fornecedores de tal informação passam a correr riscos e custos desproporcionais aos benefícios gerados com a abertura de tais informações ao público, parece-nos que o princípio do equilíbrio das relações na oferta pública é seriamente ameaçado.

Por fim, julgamos importante assinalar a prerrogativa concedida pela Instrução 400 às emissoras estrangeiras [(11)], que desejam captar recursos no país mediante distribuição pública de valores mobiliários, de apresentarem prospecto no formato elaborado no exterior, em língua portuguesa, nos termos do artigo 58.

Com efeito, uma empresa norte-americana de aviação poderia realizar operação semelhante à pretendida pela Gol e acessar a poupança pública brasileira, sem precisar apresentar o estudo de viabilidade.

Como conseqüência, teríamos, com base no exemplo mencionado, a caracterização de um tratamento discriminatório à empresa incorporada no País, nas ofertas públicas em mais de uma jurisdição, na medida em que ela e seus administradores estariam correndo mais riscos de enfrentarem ações de indenização que sua congênere estrangeira.

Por todos os fatos e motivos apresentados, somos de opinião que se deva conceder a dispensa de apresentação do estudo de viabilidade.

c. Confirmação do Pedido de Reserva:

A possível discrepância entre dispositivos constantes nos artigos 45 e 46 da Instrução já foi alvo de nossa manifestação e decisão do Colegiado em 6 de abril do corrente, que foi comunicada aos interessados nos seguintes termos:

> *"Não obstante o pedido ter sido formulado com a fundamentação requerida no § 2° do art. 4° da Instrução e as alegações ali apresentadas estarem em consonância com os fundamentos do interesse público, da adequada informação e da proteção ao investidor, que devem ser sempre observados nas decisões de dispensa da CVM, o Colegiado julgou improcedente o pedido, por julgar que não existe conflito entre as disposições contidas nos artigos 45 e 46 da Instrução, conforme alegado.*
>
> *Todavia, reconheceu que a interpretação apresentada pelos requerentes tem prevalecido em todas as discussões públicas e consultas recebidas acerca da aplicação da Instrução, o que leva a CVM a admitir que a redação de tais dispositivos possa não ter sido a mais adequada e, deste modo, não reflita com fidedignidade o objetivo da Autarquia com essas medidas regulamentares.*
>
> *Em realidade, a Instrução, seguindo o princípio da liberdade de contratar, faculta ao ofertante estipular ou não a possibilidade de desistência do pedido de reserva no Prospecto, conforme o artigo 45.*
>
> *Já a formalidade da confirmação da reserva, o ato formal de aceitação da oferta pelo investidor, irá sempre ocorrer, em qualquer hipótese, após o início do período de distribuição, conforme preconizado no artigo 46, haja vista que a aceitação da oferta somente se dá quando a mesma está lançada, ou seja, após o registro da CVM e a publicação do anúncio de início da distribuição.*
>
> *Em conseqüência, tem-se as seguintes hipóteses de confirmação da reserva efetuada:*
>
> *a. tendo sido pactuado no prospecto preliminar a possibilidade de desistência em qualquer condição, há a necessidade de confirmação da reserva, quando do lançamento da oferta, da parte do investidor.*
>
> *b. caso haja a possibilidade de desistência em determinadas situações, há a necessidade de confirmação da reserva, quando do lançamento da oferta, da parte do investidor, apenas na ocorrência de tais situações e daquelas previstas na Instrução, que permitam a revogação da reserva ou do investimento. Nas demais situações, a confirmação pode ser automática, cumpridos os requisitos de obtenção do registro da CVM e da publicação do Anúncio de Início da Distribuição.*
>
> *c. finalmente, na hipótese da impossibilidade de desistência da reserva, exceto nas situações em que a Instrução garante tal prerrogativa ao investidor, a confirmação pode ser automática, cumpridos os requisitos de obtenção do registro da CVM e da publicação do Anúncio de Início da Distribuição, caso não ocorra uma das situações previstas na Instrução que possibilitem a revogação da reserva ou do investimento. Neste último caso, é requerida a posterior confirmação.*

Em qualquer das hipóteses, o importante é que as condições de realização de reservas e de sua confirmação estejam claramente dispostas no Prospecto."

Portanto, em consonância com a decisão anterior do Colegiado sobre o assunto, como já reconhecido pelos requerentes, entendemos ser também improcedente o pedido da Gol.

d. Disponibilidade do Prospecto no "site" de Instituição Consorciada e dos Ofertantes :

Da mesma maneira, há decisões do Colegiado sobre o tema, ambas de 6 de abril p.p., nos termos abaixo:

I. *"Dispensa de Apresentação do Prospecto no 'Site' [da instituição líder da distribuição]*

O Colegiado decidiu não conceder a dispensa do cumprimento do disposto no artigo 42, § 3ºda Instrução CVM nº 400, que prevê a disponibilidade do prospecto, preliminar e definitivo, na página da rede mundial de computadores da instituição líder da distribuição de valores mobiliários, pelos motivos que se seguem:

1ª Decisão:

a. *O pleito da dispensa foi fundamentado unicamente com o argumento de que a instituição líder da distribuição não possui 'site' no Brasil, não contendo as justificativas adicionais para a análise do pedido de dispensa, de acordo com o disposto no Art. 4º, § 2º da Instrução.*

b. *Por se tratar de instituição intermediária bastante ativa, no que concerne às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no País, já deveria o UBS ter um canal de informações exclusivo para seus clientes brasileiros.*

c. *Tal atitude teria ademais a vantagem de inibir qualquer argüição de realização de oferta pública em outras jurisdições, o que de outro modo seria possível pela manutenção de um único 'site' internacional dessa instituição intermediária.*

d. *A oferta de ações em questão, por prever lote, representando 20% da emissão, destinado prioritariamente ao varejo no Brasil, torna o pleito inviável. Isto porquê a atuação da CVM no sentido de direcionar tal investidor de varejo para a leitura obrigatória do prospecto restaria prejudicada na ausência de uma fonte ágil e importante de obtenção de tal documento por meio eletrônico.*

e. *Em conseqüência, caso fosse concedida a dispensa requerida, os fundamentos adotados pela CVM para considerar ou não os pleitos de dispensa, ou seja, o interesse público, a adequada informação e a proteção do investidor, poderiam restar igualmente prejudicados.*

2ª Decisão:

a. *O pleito da dispensa foi fundamentado unicamente com o argumento de que a instituição líder da distribuição não possui 'site', não contendo as justificativas adicionais para a análise do pedido de dispensa, de acordo com o disposto no Art. 4º, § 2º da Instrução.*

b. *Ocorre que o Pactual tem página na Internet no endereço www.pactual.com.br, informação confirmada pelo consultor jurídico da operação, Barbosa, Mussnich & Aragão Advogados, em correspondência de 19/03/04, o que comprova que a informação prestada contraria o disposto no Art. 56, caput, § 1º e Inciso I, da Instrução.*

c. *Ademais, corroborando a afirmação do consultor jurídico, às fls 112 do Processo, na minuta do "Anúncio de Início de Distribuição", consta que as "informações completas e detalhadas sobre a Distribuição Pública, bem como cópia do Prospecto estão disponíveis a partir da data de publicação deste anúncio nos seguintes endereços e páginas da Internet: .... www.pactual.com.br..." que é o 'site' do Banco Pactual.*

II. *Dispensa de Apresentação do Prospecto no 'Site' de Ofertantes:*

Já no que concerne ao pedido de dispensa de disponibilizar o prospecto na página da rede mundial de computadores pelos ofertantes, em virtude dos mesmos não possuírem tal página, houve a aquiescência do Colegiado para o pleito, haja vista já ser suficiente, para os propósitos de regulação, a disponibilidade do prospecto no 'site' da ALL, a emissora das ações e também ofertante."

Embora o Morgan Stanley não seja a instituição líder da distribuição, como nas decisões citadas, julgamos que as razões que respaldaram as deliberações do Colegiado, principalmente na "1ª Decisão", estão presentes no caso em tela, justificando nossa proposta de não conceder a dispensa requerida.

Já em relação aos ofertantes, somos favoráveis à concessão da dispensa pela mesma razão que motivou a decisão do Colegiado acima, principalmente tendo em vista que os Prospectos preliminar e definitivo estarão disponíveis no website da companhia (www.voegol.com.br) e nos sites do Unibanco, instituição líder da distribuição, Banco Santander (um dos coordenadores da Oferta Brasileira), CVM e Bovespa, conforme informações constantes do processo.

e. Permissão de Participação de Pessoas Vinculadas na hipótese de " *Hot Issue*":

Novamente, sobre a presente questão já há decisão do Colegiado, datada 27 de abril, a saber:

"Em conseqüência das precauções tomadas pelos requerentes para mitigar as hipóteses de favorecimento e utilização de informação privilegiada para obtenção de vantagem indevida, que a Instrução busca eliminar, é admissível permitir às pessoas vinculadas à oferta, tratadas no art. 55 da Instrução, que formulem pedidos de reserva e participem da operação, mesmo no caso da ocorrência de excesso de demanda. Com efeito, essas pessoas vinculadas, que participarão da oferta na "tranche" destinada a investidores do varejo, estarão formulando seus pedidos de reserva 7 a 12 dias úteis antes do fechamento do livro, tornando remota a hipótese do conhecimento, prévio ao investimento, da condição do excesso de demanda, ainda mais considerando a volatilidade existente em nosso mercado de capitais. Ademais, esses investidores estarão sujeitos, como os demais investidores não institucionais: à limitação no valor do pedido de reserva; à restrição de participação em apenas uma única instituição intermediária; às condições de desistência que não dependem de sua própria vontade; e, ao rateio na ocorrência de excesso de demanda."

Cabe assinalar que foram adotadas na oferta da Gol idênticas precauções para mitigar o risco de favorecimento e utilização de informação privilegiada por parte de pessoas vinculadas à emissora e às instituições intermediárias da oferta, que levaram o Colegiado adotar a decisão acima transcrita.

Assim, propomos que o Colegiado conceda a dispensa requerida.

Finalmente, ressaltamos a importância de o Colegiado deliberar a matéria, com base no relato desta SRE, ainda em sua próxima reunião, tendo em vista a volatilidade experimentada pelo mercado e o apertado cronograma da oferta, como se segue:

26/05/2004 – Torna pública o pedido de registro da oferta no Brasil e no exterior. (12)

31/05/2004 – Publica Aviso de início do período de reservas e coleta de intenções de investimento.

07/06/2004 – Inicia período de reservas.

14/06/2004 – Encerra reservas para investidores vinculados aos ofertantes e intermediários.

21/06/2004 – Encerra reservas dos demais investidores de varejo.

23/06/2004 – Fixação do preço das ações no processo de "book building".

4. **Conclusão:**

Submetemos, à consideração do Colegiado, as dispensas requeridas com base no artigo 4° da Instrução, acompanhadas da manifestação desta área técnica sobre as mesmas.

Solicitamos também ao Colegiado, objetivando garantir a celeridade do trâmite dos processos de registro de oferta, que delegue à área técnica a competência para a concessão ou denegação de dispensas para situações idênticas àquelas já apreciadas pela alta administração da CVM.

Por fim, pelo exíguo prazo de exame do pedido de registro, solicitamos relatar a matéria para os membros do Colegiado na oportunidade de apreciação do pleito.

Atenciosamente,

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro

Anexos: Expediente de 20/05/2004 dos requerentes

Memorando de 19/05/2004 da Shearman & Sterling

Memorando PFE-CVM/GJU-2 N°/2004

Despacho GJU-2

(1) "De acordo com o Securities Act e a doutrina e jurisprudência norte-americanas, prognósticos (forward-looking statements) podem ser feitos no âmbito de uma oferta pública de valores mobiliários, desde que acompanhados de qualificações, premissas e legendas acautelatórias (cautionary statements) adequados para alertar os potenciais investidores quanto aos riscos inerentes aos prognósticos.
No entanto, embora permitidos, a inclusão de prognósticos é altamente arriscada porque a adequação e suficiência de quaisquer qualificações, premissas e legendas será julgada caso a caso, retrospectivamente, pelos tribunais norte-americanos. Na prática, tem-se mostrado extremamente difícil para companhias emissoras se assegurar que as advertências feitas para investidores numa oferta norte-americana eram adequadas e suficientes e que os tribunais não julgarão tais advertências inadequadas quando o desenrolar de eventos demonstrar que os riscos previsíveis não foram as principais causas de eventual insucesso na realização das previsões da companhia emissora.
Por essa razão, não são incluídos prognósticos em prospectos de distribuição de títulos nos mercados norte-americanos, com exceção de análises qualitativas limitadas sobre as tendências conhecidas. Certamente não são divulgadas informações quantitativas detalhadas sobre retorno de investimentos, receitas projetadas, margens de lucro futuras e outras informações sobre o desempenho esperado da emissora ao longo de um período de anos, que são dados tipicamente incluídos em um Estudo de Viabilidade sob a prática brasileira. No caso de prognósticos quantitativos detalhados, não bastaria a inclusão de qualificações, premissas e legendas acautelatórias para eliminar o risco de se enfrentar um contencioso judicial grave, dado que a precisão dos números prognosticados será interpretada, na prática norte-americana, como uma afirmação implícita de que os riscos do investimento são limitados ou quantificáveis.
De fato, o risco da companhia emissora, acionistas vendedores, coordenadores, seus acionistas controladores e seus administradores serem condenados por tribunais norte-americanos por inadequação de advertências sobre prognósticos em ofertas públicas sujeitas ao Securities Act é extremamente elevado, independentemente da boa-fé e da diligência da companhia emissora na elaboração das advertências e dos prognósticos.
De fato, quando uma companhia emissora deixa de atingir os prognósticos por ela feitos em seu prospecto de oferta pública, a companhia emissora, acionistas vendedores, coordenadores, seus acionistas controladores e seus administradores ficam sujeito a um processo judicial que pode tomar a forma de uma *class action*, na qual um acionista tem legitimidade para representar todos os investidores que adquiriram ou subscreveram ações na oferta pública. Se houver condenação dos réus, os prejuízos dos investidores são geralmente medidos pela diferença entre a mais alta cotação das ações, após a oferta, e a cotação das ações que reflita o não-atingimento dos prognósticos. Ou seja, não há qualquer limitação do valor da condenação dos réus ao valor total da oferta pública realizada. A grande maioria das ações são propostas por iniciativa de escritórios especializados (*plaintiffs´ lawyers*), que se preparam especificamente para processar companhias emissoras, acionistas vendedores, coordenadores, seus acionistas controladores e seus administradores, incentivados por honorários de êxito (*success fees*) que comumente atingem um percentual muitíssimo elevado do valor da condenação e que podem inclusive alcançar cifras astronômicas."

(2) "Projeções públicas e amplamente disseminadas (via sua inserção nos prospectos da Oferta Brasileira) constituiriam informações relevantes que exigiriam a sua divulgação no mercado norte-americano, de acordo com as informações por nós recebidas de Shearman & Sterling. As projeções da Companhia se tornariam especialmente relevantes por terem sido divulgadas no contexto da Oferta Brasileira para potenciais investidores. Dada a relevância das projeções, a Companhia não teria a opção de omitir o Estudo de Viabilidade divulgado no Brasil dos documentos da Oferta Global distribuídos no mercado norte-americano.
Em qualquer caso, a divulgação do Estudo de Viabilidade na Oferta Brasileira sem a correspondente divulgação na Oferta Internacional resultaria em uma significativa disparidade de informações disponíveis nos mercados brasileiro e internacional. Esta disparidade não é aceitável sob a legislação e regulamentação aplicável à Oferta Internacional nos mercados norte-americanos, por sugerir que houve omissão de dados relevantes. A melhor interpretação da regulamentação editada pela SEC exigiria, caso houvesse divulgação de Estudo de Viabilidade na Oferta Brasileira, que as informações

contidas no Estudo de Viabilidade fossem divulgadas no mercado norte-americano, o que seria incompatível com a prática norte-americana e criaria riscos desproporcionais para os coordenadores da Oferta Global e para a Companhia, em relação ao eventual benefício auferido pelos investidores que tivessem acesso a um Estudo de Viabilidade da Companhia."

(3) "Em 31 de março de 2004, o patrimônio líquido da Companhia era de aproximadamente R$319 milhões, que equivaliam a aproximadamente US$109 milhões. A Companhia espera obter recursos da ordem de aproximadamente US$125 milhões mediante a emissão de ações preferenciais na Oferta Global."

(4) Embora a disposição contida no artigo 170, parágrafo 1º, inciso III, da Lei das Sociedades por Ações não contemple literalmente a faculdade de fixar o preço de emissão por meio de procedimento de *bookbuilding*, uma interpretação sistemática da Lei das Sociedades por Ações aponta para o imperativo básico de que o preço de emissão reflita o valor justo de mercado, determinado da melhor forma possível.
No contexto da Oferta Global, a Companhia melhor atenderá ao imperativo do artigo 170 ao usar o valor justo de mercado indicado pelo procedimento de *bookbuilding*. O procedimento de *bookbuilding* é um mecanismo de descoberta de preço (*price discovery*) especialmente adequado às circunstâncias de companhias fechadas, da mesma forma que a cotação em bolsa de valores melhor serve para a descoberta de preço de ações já negociadas em bolsa. Como em qualquer mecanismo de descoberta de preços, o *bookbuilding* agrega informações sobre intenções de compra dos investidores, volumes a serem negociados, e preços indicativos, que permitem a adequada fixação do preço de emissão das ações objeto da operação.
Adicionalmente, os objetivos do artigo 32, inciso III, da Instrução CVM 400 já são atendidos na Oferta Global. O artigo 32, inciso III, da Instrução CVM 400 exige Estudo de Viabilidade quando a companhia emissora fixa o preço de emissão com base em uma avaliação interna das perspectivas de rentabilidade. Nesses casos, o preço de emissão depende de previsões significativamente subjetivas e o Estudo de Viabilidade permite uma certa validação dos prognósticos da administração. O procedimento de *bookbuilding* oferece maior objetividade e evita os riscos inerentes a uma precificação baseada preponderantemente nas perspectivas de rentabilidade da Companhia preparada por sua administração.

(5) A propósito, o Parecer de Orientação CVM n° 1, de 27 de setembro de 1978, estabelece:
"Em relação à interpretação que deva ser atribuída ao precitado dispositivo legal, lembra-se, de início, o seguinte trecho da exposição de motivos da referida LEI Nº 6.404, que enuncia: " As novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação (de troca, de patrimônio líquido ou de rentabilidade) e não pelo valor nominal. A emissão de ações pelo valor nominal, quando a companhia pode colocá-la por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada da participação dos acionistas, que não tem condições de acompanhar o aumento. A existência do direito de preferência nem sempre oferece proteção adequada a todos os acionistas. A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscreverem o aumento, e por isso deve ser adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital".

(6) Memorando do Escritório Shearman & Sterling.

(7) "Ao longo dos anos, uma verdadeira indústria de ações judiciais surgiu, atingindo volumes e valores elevados nos anos 90. Diversos estudos foram realizados pelo Congresso norte-americano sobre o assunto, os quais mostraram que 62% de todas as companhias que abriram o capital entre 1986 a 1993 foram processadas por investidores e estimou-se que em 1994 esse percentual estava entre 80 e 90."

(8) "Outro estudo mostrou que de cada dólar recuperado, os investidores recebiam 14 centavos e os advogados ficavam com 39 centavos, o que foi considerado ultrajante pelos congressistas."

(9) "O risco de divulgação de projeções em um IPO é, portanto, extremamente elevado. Em razão disso, nossa recomendação é de que, caso isso seja exigido no Brasil, a companhia deve considerar seriamente a possibilidade de realizar a oferta pública em apenas um dos dois mercados: o brasileiro ou o norte-americano."

(10) "Historicamente, a SEC adotou a política de exigir a divulgação apenas de fatos e dados passados, desencorajando as companhias a divulgar informações sobre o futuro, por serem muitas vezes enganosas e induzirem a erro. Durante muitos anos, diversas críticas foram feitas a tal política, até que a SEC efetuou um estudo sobre esse assunto nos anos 70, e concluiu que deveria permitir maior divulgação de projeções e estimativas. Nesse sentido, a SEC aprovou a *Rule* 175 que permite às companhias divulgar informações que envolvam alguma análise subjetiva, desde que haja embasamento razoável e boa fé. As companhias, no entanto, permaneceram relutantes em incluir projeções nos prospectos, em razão da grande responsabilidade existente com base no *Securities Act* e da grande probabilidade de uma análise retrospectiva mostrar que a projeção era incorreta."

(11) Embora nossa interpretação da aplicação do artigo 58 admita que as empresas nacionais podem se beneficiar de seus preceitos, quando a oferta for majoritariamente destinada a mercado estrangeiro, limitaremos nossa discussão à utilização dos comandos de tal artigo por empresa estrangeira.

(12) O cronograma tem como pressuposto a apreciação pelo Colegiado da CVM do pedido de dispensa de requisitos, de que trata a presente comunicação.