

Assunto: Pedido de Intimação em Nome do Advogado

Interessado: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI

Diretor-Relator: Pedro Oliva Marcílio de Sousa

01. A Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI pediu em 10.11.05 para ter vistas do presente processo e para ser intimada de "todas as decisões" tomadas no processo, na forma do art. 26 da Lei do Processo Administrativo Federal.

02. Este processo é um processo administrativo não sancionador relativo à conduta da administração da 524 Participações S.A. (" Companhia"). Embora ele tenha se originado a partir de reclamação da Previ, não se pode dizer que foi a Previ que o iniciou, pois o exercício de poder de polícia pela CVM, independe de provocação e, mesmo mediante provocação, é a CVM que tem que avaliar a conveniência e a oportunidade do exercício do poder de polícia. Em outras palavras, a Previ não tem, no âmbito da CVM, pretensão perante a Companhia, nem direito a exigir o exercício do poder de polícia pela CVM. Além disso, a CVM não dirime controvérsias entre particulares, exceto em recursos de processo de fundo de garantia da bolsa de valores. A Previ, portanto, não é, para fins do art. 26, parte do processo administrativo ou, se preferir, interessada. Conseqüentemente, não deve ser intimada de atos processuais.

03. Ela pode, no entanto, ter acesso aos autos, na forma da Deliberação 481/05.

04. Dessa forma, deferi o pedido de vistas, mas não o pedido para intimação da Previ. Creio, no entanto, que a competência para decidir sobre o pedido de intimação é do colegiado e não individual, razão pela qual trouxe a questão ao Colegiado.

É como voto.

Rio de Janeiro, 17 de novembro de 2005.

Pedro Oliva Marcílio de Sousa

PROCESSO CVM N° RJ-2005-4284

Assunto: Pedido de Reconsideração

Interessado: 524 Participações S.A.

Diretor-Relator: Pedro Oliva Marcílio de Sousa

01. Trata-se de pedido de reconsideração, formulado por 524 Participações S.A. (" Companhia"), da decisão proferida em 30 de agosto de 2005 (" Decisão Recorrida") (" Pedido de Reconsideração"). Antes de analisar o mérito, gostaria de dizer que cometi um equívoco na reunião do Colegiado do dia 17.10.2005 e acabei votando um suposto pedido de reconsideração da Companhia que, na verdade, era apenas uma complementação de informações ao pedido de reconsideração da decisão da área técnica.

02. Embora o Pedido de Reconsideração fundamente-se em "premissas equivocadas", citando uma série argumentos que pretendem a revisão do mérito da Decisão Recorrida, o que não é permitido em sede de pedido de reconsideração, ele cita uma omissão (falta de análise da parte da nota explicativa que trata dos aportes de capital dos sócios) e um erro (aplicação do princípio do conservadorismo ao caso concreto). Vou, só por esses argumentos, conhecer do Pedido de Reconsideração, e, excepcionalmente, pois parece que a Companhia não entendeu certos trechos da Decisão Recorrida, explicar mais uma vez o que anteriormente foi decidido.

03. Na primeira parte do Pedido de Reconsideração, a Companhia reconhece o poder da CVM para analisar demonstrações financeiras, embora esse poder não seja ilimitado. A Companhia, para ilustrar o que entende ser de competência da CVM transcreve o seguinte trecho da decisão no Processo CVM RJ 2005/0527:

"19. Isso posto, entendo não competir a esta Autarquia questionar as estimativas quanto ao desfecho e aos efeitos financeiros de contingências, se respaldada por parecer do patrono da causa judicial, e corroborada por seus auditores independentes, salvo se elementos concretos demonstrarem a impropriedade do parecer, irregularidade que não vislumbro no presente caso" (grifos meus).

04. Não discordo do trecho transcrito, embora deva ser ressaltado que ele trata de julgamentos técnicos externos à administração e sobre os quais não cabe à administração da Companhia fazer juízo de valor. Não é essa a situação do Pedido de Reconsideração, pois a Decisão Recorrida versa sobre juízo feito pela própria administração. De qualquer forma, embora de uma maneira menos peremptória, creio que os princípios constantes dessa decisão devem ser seguidos na análise do caso concreto.

05. A Decisão Recorrida, tal qual o trecho da decisão do Processo CVM RJ 2005/0527, entende que a CVM pode questionar julgamentos quando "elementos concretos demonstrarem a impropriedade" do julgamento. Constou da decisão recorrida que "[e]rros, sejam eles superficiais, escondidos, escamoteados, intencionais ou não, ou qualquer outro tipo de erro, são fiscalizáveis pela CVM (...)" (fls [--]). Não se falou em novo julgamento pela CVM.

06. Após essa observação, a Companhia disse que "[a] r. Decisão parece desconsiderar, por completo, o fato de que a nota explicativa referente à provisão não tratava apenas da situação patrimonial da companhia investida como forma de honrar os compromissos assumidos, mas também falava, com todas as letras, de aportes de seus sócios". Aqui, parece-me, que foi a Companhia que se equivocou, pois quem desconsiderou por completo essa parte da nota explicativa não foi a Decisão Recorrida, mas o recurso que deu origem a essa decisão ("Recurso Original"). Não há nele uma linha sobre essa questão. Ao contrário, de acordo com o seu item 21, "os administradores da Companhia realizaram um estudo de avaliação econômica da CEMIG e concluíram que sob a ótica econômica havia valor econômico no investimento feito pela Companhia que permitia concluir pela não necessidade de constituição de provisão para possível perda. [seguem comentários sobre a avaliação] Diante desses aspectos, administração concluiu que havia bases sólidas para a reversão da provisão (...)"; "(...) em marco de 2002 a Companhia determinou a reversão da provisão com base em estudos técnicos de finanças" (Item 50). Em sua petição de 22.07.2005, a Companhia reafirma que a reversão da provisão deu-se em razão da nova avaliação (fls194/195). A Companhia "reafirmou mais uma vez" que o critério para a reversão teria sido a nova avaliação em sua petição de 26.09.2005 (fls. 219 e, de novo, 220 e, ainda mais uma vez, 222). Vê-se, portanto, que a possibilidade de aporte não foi levada em consideração pela Companhia para a reversão da provisão, talvez porque fosse uma possibilidade pouco concreta. E, portanto, não se qualificaria como "cuidadosamente fundamentada" o que justificaria contabilmente a sua utilização para reversão da provisão no entendimento da Companhia (fls. 222).

07. O que é pior, não há comprovação nos autos de que havia compromisso dos sócios para a realização dos aportes ou o mínimo grau de certeza de que eles ocorreriam. Se existisse um compromisso real, a nota explicativa deveria ser mais precisa. Sem documento comprobatório, esse trecho da nota explicativa mostra-se apenas como uma desejo e não como algo real, que poderia ter sido utilizado pela administração para reversão da provisão. O

aumento de capital ocorrido antes da reversão da provisão (19.02.2002⁽¹⁾) não é suficiente como compromisso futuro de realização de aumento de capital.

08. Esse aumento de capital não significa também, como gostaria a Companhia, que há valor econômico no investimento na SEB. Significa apenas que um outro acionista acredita estar melhor fazendo o aporte do que sem fazê-lo. No caso concreto, talvez o acionista acreditasse quisesse impedir a excussão da caução sobre as ações CEMIG. Seguindo o raciocínio da Companhia, mais importante do que o aumento de capital é que a própria Companhia não acompanhou esse aumento (item 10 do Recurso Original), portanto, essa seria a comprovação de que a Companhia não dava valor econômico ao investimento.

09. A Companhia também afirma que a Decisão Recorrida seria equivocada porque relaciona a reversão da provisão à possibilidade de pagamento da dívida da SEB. Não houve equívoco algum a esse respeito, essa conclusão é apenas consequência lógica do que constou das notas explicativas das demonstrações financeiras da Companhia, quando da constituição da provisão, como constou da Decisão Recorrida:

"A provisão para a perda desse investimento foi constituída originalmente, pois [o] passivo a descoberto da [SEB] traz incerteza sobre a continuidade e a normalidade da sociedade investida".

No entender da própria administração da Companhia, "[a] reversão da provisão dependerá de avaliação do comportamento da situação patrimonial da companhia investida de honrar compromissos assumidos, em função dos resultados futuros da CEMIG, dos aportes de seus cotistas ou de ambos" (ambas as transcrições do Comentário do Desempenho da Companhia no Trimestre constante do ITR de 30.09.2001)"

10. Ou seja, se a Companhia afirmou que constituiu a provisão porque não sabia se a SEB poderia honrar seus compromissos financeiros, a provisão só poderia ser desconstituída quando a administração da Companhia passasse a achar que a SEB poderia fazer tais pagamentos. Por esse motivo, como a avaliação da SEB, feita pela Companhia com base na análise do Pactual, não mostrava se o fluxo futuro de dividendos da CEMIG seria suficiente para o pagamento das dívidas, nos prazos contratados, ela não seria suficiente para suportar uma decisão da administração que deveria se deter sobre essa capacidade de pagamento. Da mesma forma que uma avaliação de fluxo de caixa que não se preocupasse com a chegada do caixa produzido pela CEMIG na SEB nos prazos determinados para o pagamento da dívida também não seria suficiente como base para a desconstituição da provisão. Por isso que constou da Decisão Recorrida o seguinte:

"Tendo em vista o reconhecimento da problemática patrimonial da SEB pela própria administração da Companhia, parece-me que a decisão de reverter a provisão só poderia ter sido tomada em face de fortes argumentos quanto à capacidade dos ativos da SEB para fazer frente ao endividamento por ela contraído.

A administração da Companhia determinou a reversão da provisão para perda, baseando-se na avaliação econômico-financeira dos ativos da SEB (ações ordinárias da CEMIG) pela metodologia do fluxo de caixa descontado a valor presente e do fluxo de dividendos futuros (fl. 87).

Como se viu da decisão de constituir provisão para perda, para que essa avaliação pudesse servir de base para a sua reversão, seria necessária a demonstração da capacidade dos ativos da SEB gerarem recursos suficientes para o pagamento das dívidas por ela contraídas.

Nesse sentido, o valor dos ativos com base no valor do fluxo de dividendos futuros só seria relevante para se determinar a reversão da provisão, se esse fluxo permitisse, nos prazos contratados nas dívidas da SEB, o pagamento das parcelas devidas. Caso contrário a SEB poderia vir a ser obrigada a alienar o ativo em condições desfavoráveis para realizar o pagamento das parcelas vencidas e não pagas, o que lhe tiraria o direito a dividendos futuros.

A avaliação do ativo pelo fluxo de caixa descontado é menos relevante ainda, dado que, em virtude das regras contábeis vigentes, o fluxo de caixa descontado não reverte, necessariamente, em dividendos e, por isso, pode não gerar os recursos para o pagamento das dívidas da SEB, que poderia se ver, mais uma vez, obrigada a alienar os ativos em condições desfavoráveis (i.e. em valores diferentes do apurado pelo fluxo de caixa descontado) para fazer frente às parcelas vincendas do financiamento" (pgs. 9 e 10 da Decisão Recorrida).

11. A Decisão Recorrida teria equivocado-se também por não levar em consideração que o investimento da Companhia na SEB era um *private equity* e, nesse tipo de investimento "não se vislumbra ou se pretende a liquidez imediata do investimento do investimento (...) Daí porque são igualmente equivocadas as ponderações e considerações feitas na r. decisão em torno da liquidez do ativo. Não se pretendia alienar o ativo no curto prazo e não se alienou". Acho quanto a esse argumento, que a Companhia não leu de forma apropriada a decisão. Não se falou na decisão em liquidez no sentido de capacidade de venda, mas de liquidez - capacidade de pagamento. Não era equivocado falar nisso ⁽²⁾, pois foi a própria Companhia que disse que a SEB teria problemas de liquidez: "[a] reversão da provisão dependerá de avaliação do comportamento da situação patrimonial da companhia investida, sobretudo da sua capacidade de honrar compromissos assumidos [ou seja, dependerá da liquidez], em função dos resultados futuros da CEMIG, dos aportes de seus cotistas ou de ambos" (ITR de 30.09.2001).

12. Também teria sido equívoco falar em valor do prêmio de controle, pois ele não teria sido levado em consideração na avaliação. Essa observação me obriga a falar do mérito da avaliação, coisa que não tinha feito na Decisão Recorrida. Lá, me limitei a avaliar a possibilidade de a avaliação, a partir da metodologia utilizada, servir de base para a reversão da provisão.

13. O que a Companhia vem, ao longo desse processo, chamando de "sério estudo de avaliação do valor econômico da CEMIG" (fls. 194) é, apenas, na verdade, a multiplicação do percentual da participação da SEB na CEMIG ao valor econômico da CEMIG apurado no relatório de análise do Banco Pactual e a adição dos valores contábeis dos demais itens patrimoniais da SEB a esse valor.

14. Além disso, a tal avaliação tinha o seguinte título: "Método para o Tag Along" (fls. 89). Não foi a Decisão Recorrida, portanto, que falou primeiro que a avaliação levou em consideração o prêmio de controle. Foi a própria avaliação. Mais ainda, todos os pronunciamentos da Companhia no processo, anteriores ao Pedido de Reconsideração falaram que o prêmio de controle foi levado em consideração pela administração da Companhia na avaliação econômica (fls. 06, item 22 "i", fls. 195, item "i" e fls 220, "i")

15. Ao contrário dos pronunciamentos da Companhia, a Decisão Recorrida não entrou no mérito se a avaliação da Companhia levou ou não em consideração o prêmio de controle, ela apenas disse que, o valor econômico da participação da SEB na CEMIG poderia ser obtido, mesmo que a SEB não conseguisse um comprador para a participação, mas o Estado de Minas Gerais alienasse o controle, pois isso obrigaria o comprador a fazer uma oferta pública. Isso não poderia, no entanto, ter sido levado em consideração, pois não havia processo de desestatização em curso.

16. A Companhia também afirma que a Decisão Recorrida equivocou-se pois "pretende atribuir a reversão da provisão à realização de um ativo

contingente" baseado em processo judicial em andamento. Quem falou que levou em consideração o resultado de decisões judiciais foi a própria Companhia em todos os seus pronunciamentos anteriores ao Pedido de Reconsideração (fls. 06 e repetido nos demais pronunciamentos às fls. 195/196 e fls. 220/221). O que disse a Decisão Recorrida foi que se a base da reversão fosse o resultado das ações judiciais mencionadas, ela também teria sido realizada em desacordo com o exigido pela legislação, pois um eventual direito patrimonial contra o Estado de Minas Gerais ou uma redução da dívida com o BNDES só poderiam ser reconhecidos pela SEB e, portanto, ser base para a reversão da provisão, se se tratasse de decisão judicial transitada em julgado ou jurisprudência pacífica.

17. Concordo com a Companhia quando diz que "o fato de a Companhia ter divulgado que a situação financeira não estava 'devidamente equacionada' não a impede de reverter a provisão". Como disse na Decisão Recorrida, o que impedia a reversão da provisão era a falta de um estudo apto ou de outros fatores que justificassem a reversão. A Companhia não conseguiu, no entanto, desvencilhar-se desse ônus de mostrar que tomou a decisão de maneira refletida, a partir de dados objetivos e subjetivos que mostrassem a reversão da causa que, de forma expressa, a Companhia citou como razão para a constituição da provisão.

18. A Companhia em seu Pedido de Reconsideração, ao final, discorreu sobre a improcedência da minha afirmação de que o princípio do conservadorismo seria suficiente para a manutenção da provisão e, depois, passa a repisar argumentos constantes das outras manifestações. O comentário sobre o princípio do conservadorismo foi um comentário lateral, menos relevante e queria apenas dizer que, se durante três intervalos de tempo, a situação fática era mesma (dívida mais elevada que valor contábil das ações da CEMIG), a Companhia adotou uma postura, arrependeu-se e voltou a se arrepender (mesmo sem um estudo do Banco Pactual reduzindo o valor da CEMIG), acho que o posicionamento da administração deveria ser mais consistente (não deveria ter falado em princípio do conservadorismo). Esse juízo de valor, no entanto, é irrelevante no contexto da Decisão Recorrida.

19. Pelos motivos acima, voto por não dar provimento ao Pedido de Reconsideração, exceto pela menção ao princípio do conservadorismo, como disse no item anterior, que nada altera, no entanto, o resultado do voto proferido.

É como voto.

Rio de Janeiro, 17 de novembro de 2005.

Pedro Oliva Marcílio de Sousa

[\(1\)](#) Data constante do recurso, o Pedido de Reconsideração fala em janeiro de 2002.

[\(2\)](#) Consta da decisão o seguinte: *"O fato de a avaliação, por qualquer das metodologias, ter sido feita isoladamente do fluxo de vencimentos das dívidas que geravam o patrimônio líquido negativo, faz com que tal avaliação sirva para provar que o valor contábil dos ativos não seria o valor econômico e o valor econômico seria superior ao valor da dívida. Isso não seria suficiente para a reversão da provisão, pois deveria haver expectativa justificada de que a SEB alienaria, em prazo compatível com o vencimento de suas dívidas, os seus ativos pelo valor econômico"* (pg. 10).