

Rio de Janeiro, 17 de fevereiro de 2006

Referência: Processo RJ/2006/856. Consulta. CVRD e CAEMI. Incorporação ações. Dispensa aplicação do Art. 264 Lei Societária.

Senhor Gerente,

Por intermédio de correspondência protocolada em 08.02.06, as companhias em referência formulam consulta relativa à obrigação insculpida no artigo 264 da lei societária, que estabelece a elaboração de laudo pericial destinado a avaliar o patrimônio líquido das companhias envolvidas, a preço de mercado, com o objetivo de monitorar se o critério de cálculo da relação de substituição das ações dos acionistas minoritários determinado pelo controlador é justo.

I FUNDAMENTOS DA CONSULTA

Esclarecem as consulentes que o método de cálculo escolhido para a relação de troca, destacado no fato relevante, já divulgado, baseou-se nas cotações das ações das companhias na BOVESPA⁽¹⁾, no período de 90 dias contados até a data anterior à publicação do fato relevante sobre a incorporação e que, portanto, estaria refletido com *exatidão o valor justo da ação de cada uma das companhias envolvidas na operação*.

Ademais, defendem que a avaliação a mercado imposta pelo artigo 264 da Lei 6404/76 é um instrumento de proteção ao acionista dissidente da companhia incorporada, e que, neste caso, uma vez que não haverá a fruição de direito de recesso⁽²⁾, é inaplicável e limitar-se-ia a impor a elas custos necessariamente evitáveis, uma vez que não haveria nenhuma utilidade informativa que pudesse alcançar esta categoria de acionistas.

Por derradeiro, caso a CVM entenda, de forma contrária, que a avaliação patrimonial prevista no artigo 264, seja imprescindível, as consulentes solicitam que seja utilizado o critério **contábil**, e não o de **mercado**, em face de dificuldades que a elaboração de um laudo a mercado se depararia ante a complexidade dos ativos das companhias, e mesmo da inutilidade desta técnica no caso concreto.

II NOSSO ENTENDIMENTO

Não obstante ter sido escolhido um critério de cálculo de relação de substituição, em linha com o que se poderia chamar de valor justo, tendo em vista que se tratam de ações de companhias cujas cotações integram o índice Bovespa, e além disso, do considerável prazo de coleta (90 dias), em período anterior à divulgação do fato relevante relativo à operação, o fato é que o artigo 264, para proteger o acionista minoritário, impõe a necessidade de que a qualidade do método escolhido pelas partes seja aferida, e isto se dá pelo cotejo dos resultados apresentados, tanto pelo critério escolhido pelo controlador, quanto pelo critério "avaliação a mercado" (ou outro alternativo admitido pela CVM). É o resultado desse cotejo que vai adjetivar o método escolhido pelo controlador, como justo ou não aos olhos do acionista minoritário. Desta forma, o fato de o controlador eleger um critério que considera justo, por mais que busque justificar suas virtudes, é insuficiente para afastar a necessidade de o minoritário chegar à mesma conclusão, a não ser conhecendo o resultado da relação de substituição, calculada por um outro critério, no caso a avaliação a valor de mercado.

Do arrazoado das consulentes, talvez o item mais relevante para sustentar o desprezo de um 2º cálculo de relação de substituição seja o do esvaziamento do direito de recesso aos minoritários da controlada. Com efeito, o universo de ações a ser incorporado refere-se as do tipo "preferencial", e os seus detentores não terão como fruir do direito de retirada, uma vez que esses títulos, conforme falamos no § anterior, têm liquidez e registram dispersão em relação ao controle do capital, características que, conforme inciso II do art. 137, elidem o mencionado direito ou, na verdade, tornam-no inócuo, pois o dissidente pode sair do negócio, via mercado.

Ora, o minoritário da incorporada que dissentir da operação por discordar da relação de substituição apresentada pelo controlador - lembre-se: baseada nas cotações das companhias alcançadas na BOVESPA – só terá uma opção de preço: a ditada pelo mercado. Pouco ou nada importará conhecer o valor oriundo de um outro critério de avaliação. Talvez, pudéssemos imaginar que a existência de um outro critério seria útil ao menos para que o minoritário tomasse a decisão de permanecer ou sair do negócio, mas não nos esqueçamos que ele não tem direito ao recesso e o parâmetro que lhe restou como factível é comparar o preço ofertado pelo controlador com aquele ofertado pelo mercado.

III CONCLUSÃO

Embora tenhamos manifestado nosso entendimento de que um segundo critério de cálculo de avaliação de relação de substituição de ações (PL a mercado ou qualquer outro método), possa, para o caso em tela, ser descartado, há que se registrar que se trata de interpretação de dispositivo de Lei (art. 137 e 264, Lei 6.404/76), sendo imperioso, portanto, que o caso vá a apreciação do Colegiado da CVM. A rigor, a existência de acionistas minoritários implica cumprimento dos comandos do artigo 264, não existindo mecanismo, na lei, que cometa a CVM o poder de dispensar sua aplicação. Vale registrar, porém, que o mesmo artigo autoriza a aplicação de um outro critério, que não valor de mercado, que poderia ser, inclusive, o que as consulentes ora solicitam (valor contábil).

REYNALDO JOSÉ CANABARRO

Analista CVM/SEP/GEA-2

Mat. 7.000.822

DE ACORDO

ALEXANDRE LOPES DE ALMEIDA

Gerente de Acompanhamento de Empresas - 2

(1) As ações de ambas participam da composição do IBOVESPA.

(2) Como a operação está limitada à incorporação de ações preferenciais (a CVRD detém 100% ações ordinárias da CAEMI) e estas preenchem os requisitos de dispersão e liquidez estatuídos no inciso II do artigo 137 da Lei societária (compõe o IBOVESPA e o controlador - CVRD - detém menos da metade das ações), não há direito de retirada ao acionista dissidente.

PARA: SGE MEMO/CVM/SEP/Nº 024/06

DE: SEP DATA: 20/02/06

ASSUNTO: Consulta de Cia. Aberta

Companhia Vale do Rio Doce – incorporação de CAEMI

Processo Nº RJ-2006/0856

Sr. Superintendente-Geral,

Manifestando-me de acordo com a conclusão da análise objeto do RA/SEP/GEA 2/n.º 031/06, acrescento as seguintes considerações:

- a. A adoção de parâmetros para avaliar o patrimônio da companhia incorporada, bem como para estabelecer a relação de troca é informada pelo princípio da liberdade contratual, sendo livremente pactuado pelas partes;
- b. No caso de incorporação de sociedade controlada, em razão da necessidade de se conferir maior proteção aos acionistas minoritários, com vistas a garantir que a relação de troca das ações seja mais justa e considerando que tal operação é, em última análise, aprovada pelo controlador nas duas pontas, estabelece o art. 264, da LSA, que deverá ser apresentada aos acionistas **a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado** tanto da sociedade incorporadora como da incorporada.
- c. "... **há duas minorias** que merecem proteção em uma operação de incorporação, e daí toda a complexidade decorrente, posto que se houver injustificado desequilíbrio na relação de substituição dependendo para que lado este injustificado desequilíbrio pender é que poderia haver a má utilização, ora em detrimento da incorporadora ora em benefício desta e, por conseguinte em prejuízo da incorporada." (extraído do voto do Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos na apreciação de pedido de dispensa da elaboração de laudo de avaliação a preços de mercado na operação de incorporação da Cia Piratininga de Força e Luz pela DRAFT 1 Participações - processo CVM nº RJ/2004/5914) ;

A consulta da Companhia é similar àquela formulada por AMBEV, em 13/04/2005, objeto do processo CVM/RJ/2005/2597, ocasião em que, em 03/05/2005, o Colegiado autorizou, **com base na parte final do caput do art. 264 da LSA**, a confrontar os patrimônios das Sociedades Incorporadora, AMBEV, e

Incorporada, Companhia Brasileira de Bebidas (CBB), com base nos respectivos valores patrimoniais contábeis:

- solicitava a AMBEV que fosse autorizada, com base na parte final do caput do art. 264 da Lei nº 6.404/76, a confrontar os patrimônios das sociedades incorporadora e incorporada com base nos respectivos valores patrimoniais contábeis, critério este passível de autorização por esta CVM e que permitiria a divulgação de informações mais simplificadas, já que expressamente previsto no art. 4º da Lei 6.404/76 e na medida em que o valor em ações de Ambev a ser recebido pelos acionistas de CBB representaria 2,5 vezes, pelo qual tais ações são hoje negociadas no mercado.

Ressalte-se que no presente caso, a relação de substituição foi fixada com base na evolução da cotação das ações no mercado nos 90 (noventa) dias imediatamente anteriores à publicação do fato relevante.

Desta forma, encaminho o presente processo a esta Superintendência-Geral, solicitando, se de acordo, seja o mesmo submetido à apreciação do Colegiado, dispondo-se a SEP a relatar o caso.

Atenciosamente,

ELIZABETH LOPEZ RIOS MACHADO

Superintendente de Relações com Empresas