

Interessada: Lupatech S.A.

Assunto: Consulta sobre dispensa de apresentação do laudo de avaliação previsto no art. 264 da Lei 6.404/76 e da publicação do fato relevante previsto no art. 2º da Instrução CVM nº 319.

Diretor Relator: Sergio Weguelin

RELATÓRIO

Sumário.

1. Lupatech S.A. ("Lupatech", "Companhia" ou "Incorporadora"), companhia aberta, pretende incorporar sua controlada Lupatech-MNA Investimentos e Participações Ltda. ("MNA" ou "Incorporada").
2. A Incorporada tem apenas um acionista minoritário – Cordoaria CSL International S.A ("CSL") – que, segundo alegado, teria antecipadamente concordado com os termos de operação, de modo que não haveria direito de recesso a ser exercido.
3. Por esta razão, a Companhia considera desnecessária a elaboração do laudo de avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado previsto no art. 264 da Lei 6.404/76.
4. Além disto, ainda tendo em vista a existência de um único acionista minoritário na Incorporada, a Companhia pretende a dispensa da publicação de fato relevante na forma prevista na instrução CVM nº 319, utilizando, em substituição, o modo de divulgação resumido previsto na Instrução nº 358.

Pedidos da Companhia

5. **Sobre o Pedido de Dispensa de Elaboração de Laudo de Patrimônio Líquido a Preços de Mercado** . A Lupatech detém 57,2% das cotas da MNA, sendo os 42,8% restantes detidos pela CSL. Como a CSL é a única acionista minoritária da sociedade incorporada, e como ela já teria concordado com os termos da operação, inclusive a relação de substituição proposta (calculada pelo valor econômico), todos os acionistas da MNA votariam favoravelmente à incorporação.
6. Sem dissidência, não haverá direito de recesso e, por não haver recesso, a Companhia entende que o laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, previsto no art. 264⁽¹⁾ da Lei 6.404/76, perderia sua principal função, que é justamente servir de referencial para os acionistas exercerem o direito mencionado.
7. A Lupatech ressalta que, para fins de estabelecer a relação de substituição, além do laudo de avaliação do patrimônio líquido contábil da Incorporadora e da Incorporada, serão elaborados laudos de avaliação de valor econômico das sociedades envolvidas, com base no fluxo de caixa descontado. Esse critério, segundo entendimento expresso pela CVM, é "um método de elaboração de laudo econômico aceito, de um modo geral, pelo mercado..." e "restaria atendido o objetivo do art. 264 quanto a tornar disponível informação de relação de substituição alternativa que possibilite aos acionistas melhor avaliar a equidade da relação de troca proposta no protocolo de incorporação".
8. A Companhia entende que estes laudos supririam a ausência do laudo de patrimônio líquido a preços de mercado, inclusive já tendo sido aceitos pela CVM em casos anteriores, de modo que a elaboração da avaliação prevista no art. 264 representaria "custos desnecessários, resultando em desproporcionalidade e falta de razoabilidade *vis a vis* a ausência de benefício".
9. **Sobre o Pedido de Dispensa da Publicação Prevista no Art. 2º da Instrução nº 319** . A Companhia alega que a lista de informações cuja publicação é exigida pelo art. 2º da Instrução nº 319 é extensa e a própria CVM já teria reconhecido que "exceto pela própria incorporadora, companhia aberta, nos casos em que as demais companhias envolvidas na operação de incorporação não apresentam acionistas minoritários, a aplicação, na íntegra, da Instrução CVM nº 319 não traria vantagens adicionais".
10. A Companhia extrai este entendimento do Processo CVM RJ 2004/2040, no qual o Colegiado, endossando a posição da SEP afirmou ainda que "a aplicação da Instrução nº 319/99 representaria custos adicionais à companhia e, conseqüentemente, aos acionistas não controladores, decorrentes das publicações e demais procedimentos previstos".
11. Assim, a Companhia propõe divulgar as informações referentes à incorporação por meio da publicação de fato relevante, no dia seguinte à reunião do Conselho de Administração que aprovar a proposta de incorporação a ser submetida à Assembléia Geral, na forma resumida prevista no §4º do art. 3º da Instrução CVM nº 358⁽²⁾. Também seriam disponibilizados no sistema de informações periódicas – IPE os documentos da operação, quais sejam: protocolo, laudos, demonstrações financeiras e atas.
12. Com isto, conclui, estaria assegurada a ampla divulgação e transparência das informações relativas à incorporação aos acionistas da S.A. e ao mercado.

Análise da SEP

13. A SEP inicialmente oficiou a Companhia solicitando informações sobre os critérios utilizados para (i) estabelecer as relações de substituição das cotas da MNA por ações da Lupatech; e (ii) cálculo da relação de substituição, conforme previsto no art. 264 da Lei 6.404/76. Além disto, a SEP determinou a publicação de fato relevante noticiando a consulta formulada.
14. Em resposta, a Companhia ratificou sua manifestação inicial, esclarecendo que a relação de substituição entre os títulos representativos do capital da Incorporadora e da Incorporada seria feita com base no valor econômico e pleiteando que justamente os laudos utilizados para apuração deste valor fossem empregados em substituição ao laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado. Além disto, a Companhia noticiou ter providenciado a publicação de fato relevante, como determinado.
15. De posse destas informações, e após verificar todos os precedentes da CVM sobre o tema, a SEP produziu duas análises, cujas conclusões estão resumidas a seguir:
16. Inicialmente, a SEP registra que "ainda que formulando sua consulta com outras palavras, o que a companhia pretende, na prática, é utilizar o laudo contábil para o fim comparativo previsto no art. 264 da LSA em substituição ao laudo a preços de mercado".

17. Consultando casos similares já enfrentados pela CVM, observou-se que o presente caso não se enquadra perfeitamente em nenhuma das hipóteses previamente apreciadas pelo Colegiado. Os casos em que a CVM permitiu o uso do critério contábil para atender o art. 264 da LSA têm em comum o fato de quase a totalidade do capital da incorporada pertencer à incorporadora. Neste, apenas 57,2% da incorporada pertencem à incorporadora.
18. Ainda assim, tendo em vista que o único acionista minoritário existente concorda com a substituição, o laudo de avaliação a preços de mercado teria função meramente informacional, notadamente para os acionistas da Lupatech, que a partir dele poderão avaliar se a diluição a que serão submetidos com a incorporação será equitativa e justa. A reforçar o argumento do valor meramente informacional do laudo, a SEP observa que a Incorporada é companhia fechada, pelo que a verificação do § 3º do art. 264 da Lei 6.404/76 (que trata do direito de retirada) não se encontra no âmbito de atuação da CVM.
19. A SEP destaca que no Caso Petrobrás/Petroquisa – Processo CVM RJ 2006/3160, também se permitiu o uso dos critérios contábil e econômico para apreciar a equidade da relação de substituição adotada na operação (embora, neste caso, a relação de substituição tenha sido definida pelo critério contábil e o valor econômico tenha sido utilizado para os fins comparativos do art. 264, ou seja, o inverso do que ocorre no caso presente).
20. De todo modo, os minoritários da Petrobrás foram submetidos a uma situação análoga a que se pretende para os acionistas de Lupatech, sendo a Petrobrás uma empresa de porte muito maior e ambas com elevado nível de dispersão de capital.
21. Outro ponto ressaltado pela SEP é que a Lupatech não possui acionista controlador – o que permitirá aos acionistas impedir a operação, se considerarem-na injusta.
22. Além disto, destaca-se que as ações de emissão da Lupatech possuem liquidez, inclusive integrando índice geral representativo de carteira de valores mobiliários. Com isto, abre-se aos acionistas mais um meio de acesso ao valor da empresa (a companhia passa então a ser avaliada pelos três critérios discriminados no art. 170 da Lei 6.404/76), ficando também facilitada a possibilidade de os acionistas retirarem-se da sociedade a qualquer tempo, se desejarem.
23. Ainda a reforçar sua posição, a SEP pondera que o critério adotado pela companhia terá que ser justificado como o melhor possível para a avaliação das companhias, podendo a CVM apurar e punir qualquer irregularidade eventualmente existente na escolha deste critério, sobretudo se levar a uma maior diluição dos acionistas da Companhia.
24. Por isto, a SEP considera que, no caso concreto, não se justificaria qualquer atuação da CVM no sentido de vir a exigir a elaboração do laudo de avaliação a preços de mercado previsto no art. 264.
25. Quanto à dispensa de publicação de fato relevante nos termos do art. 2º da Instrução nº 319/99 e a possibilidade de publicação de fato relevante resumido, a SEP tampouco vislumbra quaisquer óbices ao acolhimento deste pedido, que inclusive estaria em linha com outros precedentes, notadamente o Processo RJ 2005/2597.

É o Relatório.

VOTO

1. Como visto no Relatório, o presente processo contém dois pedidos. O primeiro é a dispensa de apresentação de laudos de patrimônio líquido a preços de mercado para fins da comparação prevista no art. 264 da Lei 6.404/76. Na realidade, a companhia pretende atender o disposto neste artigo fornecendo o laudo de patrimônio líquido contábil, que seria então comparado com o laudo de valor econômico utilizado na fixação da relação de substituição. O segundo pedido é a publicação de fato relevante exigido pelo art. 2º da Instrução CVM nº 319 na forma do art. 3º, §4º da Instrução CVM nº 358.
2. Quanto ao pedido de dispensa de apresentação de laudo de patrimônio líquido a preços de mercado, acredito que, de fato, este caso seja diferente dos precedentes analisados pela CVM, na medida em que aqui há um acionista minoritário relevante na sociedade incorporada (a CSL). Nos demais casos, a incorporadora detinha a totalidade (ou a quase totalidade) do capital da incorporada, o que fazia com que as operações tivessem um reflexo patrimonial inexpressivo.
3. De todo modo, este acionista, segundo alegado, já se manifestou favoravelmente à operação, o que reaproxima este caso dos outros precedentes, nos quais não havia interesses de minoritários da incorporada a serem tutelados, logo transformando em mera formalidade a exigência do art. 264 da Lei 6.404/76.
4. Isto por si só já seria um indício da desnecessidade da intervenção da CVM no caso concreto, mas há ainda um outro fator mais relevante e que até precede a discussão sobre a concordância da CSL em relação à operação. É que a Incorporada é companhia fechada, e não cabe à CVM impor ou dispensar exigências com relação a tal espécie de sociedade.
5. Por isso, voto no sentido de considerar que a CVM não deve – na verdade nem pode – obstar a utilização do critério contábil para fins de providenciar a comparação prevista no art. 264 da Lei das S.A., caso seja levada a efeito a incorporação com as características descritas neste processo.
6. Também não vejo impedimento em atender ao pedido de publicação de fato relevante resumido, na forma prevista no art. 3º, §4º da Instrução CVM nº 358/02, em substituição à publicação de fato relevante nos termos do art. 2º da Instrução CVM nº 319/99.
7. Isto porque, segundo a Companhia, todas as informações estarão disponíveis no Sistema IPE e, de acordo com entendimento do Colegiado na decisão do Processo CVM nº RJ-2005-2597, a própria convocação da Assembléia Geral da Lupatech dará a devida divulgação ao fato.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 23 de outubro de 2007.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

(1) Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

[\(2\)](#) §4º A divulgação deverá se dar através de publicação nos jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia, podendo ser feita de forma resumida com indicação dos endereços na rede mundial de computadores - Internet, onde a informação completa deverá estar disponível a todos os investidores, em teor no mínimo idêntico àquele remetido à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.