

ASSUNTO: Consulta sobre a incorporação da PCP ENERGIA PARTICIPAÇÕES S/A pela EQUATORIAL ENERGIA S/A

Processo CVM RJ-2007-15051

Senhor Gerente,

Trata-se de consulta protocolada, em 27.12.07, pela EQUATORIAL ENERGIA S/A ("Consultante"), sobre a operação de incorporação da PCP ENERGIA PARTICIPAÇÕES S/A pela Consultante, notadamente, acerca da possibilidade de utilização do critério de fluxo de caixa descontado para avaliar os patrimônios líquidos das companhias envolvidas, para fins da comparação prevista no artigo 264 da Lei nº 6.404/76.

HISTÓRICO

Conforme mencionado anteriormente, em 27.12.07, a EQUATORIAL ENERGIA S/A apresentou sua consulta, nos seguintes principais termos (fls. 01/21):

- a. a GP ENERGIA BRASIL LP ("GP Energia") e a PCP LATIN AMERICA POWER FUND LTD. ("Fundo PCP") firmaram contrato no qual foram ajustados termos e condições para que a primeira transfira à segunda a totalidade das ações que detém de emissão da EQUATORIAL ENERGIA HOLDINGS, LLC, sociedade que controla indiretamente a EQUATORIAL ENERGIA S/A ("Equatorial") e a COMPANHIA ENERGÉTICA DO MARANHÃO – CEMAR ("CEMAR");
- b. "uma vez concluída a transferência, a Equatorial e a CEMAR, que atualmente são controladas em conjunto e em iguais condições de voto pela GP Energia e pelo Fundo PCP, terão o controle concentrado no Fundo PCP, que passará a exercer sozinho o controle das referidas sociedades";
- c. "após a conclusão da transferência, é intenção do Fundo PCP consolidar na Equatorial os seus demais investimentos no setor de energia, através da incorporação, na Equatorial, da PCP ENERGIA PARTICIPAÇÕES S/A ("Incorporada"), sociedade que detém participação indireta de 13,06% na LIGHT S/A, através da RME – RIO MINAS ENERGIA PARTICIPAÇÕES S/A ("RME"), e que, através de acordo de acionistas, compartilha o controle da referida sociedade";
- d. "após a elaboração do Laudo Contábil e a determinação da relação de troca das ações da Incorporada por ações da Incorporadora, será definido o número de ações ordinárias e preferenciais a serem emitidas pela Incorporadora, as quais serão integralizadas com o acervo líquido da Incorporada, e atribuídas aos acionistas da Incorporada em substituição às ações que serão extintas, devendo as mesmas fazer jus aos mesmos direitos das ações de emissão da Incorporadora ora em circulação";
- e. "para fins do aumento do capital social da Incorporadora, o acervo líquido da Incorporada será avaliado, considerando o balanço especialmente levantado na data-base (30.09.07), com base no seu valor contábil, para o que deverá ser contratada empresa especializada, conforme disposto no artigo 226 da LSA";
- f. "a Incorporação deverá ser submetida à assembléia geral de acionistas da Incorporada e da Incorporadora, que serão oportunamente convocadas, para que, na forma do disposto no §1º do artigo 227 da Lei nº 6.404/76, seja examinado, discutido e aprovado o Protocolo e Justificação, ratificada a contratação das empresas especializadas nomeadas para elaboração dos laudos de avaliação, aprovados os laudos, o critério de avaliação das ações da Incorporada e Incorporadora e a relação de troca das ações";
- g. "por força do Estatuto Social da Equatorial (art. 5º, § 4º), a Incorporação e a relação de troca deverão ser aprovadas pelo voto da maioria dos acionistas da Equatorial presentes na assembléia geral referida acima, sendo certo que os acionistas detentores de ações preferenciais terão o mesmo direito de voto dos acionistas detentores de ações ordinárias";
- h. "conseqüentemente, os acionistas minoritários da Incorporadora terão, em conjunto, poder efetivo para aprovar ou rejeitar a relação de troca proposta, já que a controladora da Equatorial – Brasil Energia I LLC – possui apenas 30,7% do capital social total da Equatorial, embora detenha 55,6% das ações ordinárias de emissão da companhia";
- i. "pretende-se atribuir 0,3197 ações ordinárias e 0,3197 ações preferenciais de emissão da Equatorial para cada ação ordinária de emissão da PCP Energia, a serem extintas";
- j. "a referida relação de troca foi estabelecida com base na comparação entre o valor de mercado da Incorporadora e da Incorporada";
- k. "no caso da Incorporadora, esta foi avaliada com base na média ponderada da cotação das Units de sua emissão na Bovespa nos 90 (noventa) pregões anteriores a 05.11.07 (data em que a Incorporação foi aprovada pelo Conselho de Administração da Equatorial e em que foi firmado o Protocolo e Justificação da Incorporação entre os administradores da PCP Energia e da Equatorial), i. e. R\$ 19,31 por Unit, considerando que (i) cada Unit é constituída de 1 (uma) ação ordinária e 2 (duas) ações preferenciais, e (ii) as ações ordinárias e preferenciais têm o mesmo valor de mercado";
- l. "no caso da Incorporada, tendo em vista que as ações da RME e, indiretamente as ações da LIGHT S/A, são os únicos ativos da Incorporada, não possuindo a Incorporada dívidas, o valor de mercado foi avaliado com base na média ponderada da cotação das ações da LIGHT S/A na BOVESPA também nos 90 (noventa) pregões anteriores à 05.11.07, ajustada pelos dividendos declarados e, à época, não pagos pela LIGHT S/A, i.e. R\$ 27,85 por lote de mil ações";
- m. "adicionalmente, por se tratar a Incorporadora de sociedade indiretamente controlada pelo Fundo PCP, também controlador da Incorporada, não obstante a Incorporação poder ser rejeitada pelos acionistas minoritários da Equatorial, será também observado o disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/76";
- n. "pretende-se adotar critério distinto daquele originalmente previsto no artigo 264 da LSA para fins de comparação da relação de substituição", visto que o critério de avaliação do patrimônio líquido a valor de mercado não reflete o real valor das companhias e, em decorrência da estrutura das companhias, a avaliação a mercado do ativo imobilizado das mesmas inviabilizaria a operação;
- o. "para se proceder à avaliação do patrimônio líquido a valor do mercado dessas sociedades, a melhor técnica impõe a avaliação também de suas controladas. Tanto a Incorporada como a Incorporadora têm como principais ativos o controle de companhias energéticas – a CEMAR, controlada direta da Incorporadora, e a LIGHT, controlada indireta da Incorporada – o que torna a avaliação de mercado extremamente complexa, dispendiosa e demorada. Isso porque a grande maioria desses ativos é composta de postos, cabos e estações de distribuição de energia,

espalhados por toda a área de cobertura de seus serviços";

- p. "outro ponto fundamental para que não se adote a avaliação do patrimônio líquido a valor de mercado das companhias é a impossibilidade deste critério traduzir um valor de mercado para as licenças outorgadas pela União para a exploração do serviço de fornecimento de energia elétrica em seus respectivos territórios";
- q. na presente caso, o critério do fluxo de caixa descontado, método de elaboração de laudo econômico amplamente aceito no mercado, estando, inclusive, previsto na LSA (para ofertas públicas - art. 4º, § 4º - e para fixação do preço de emissão de ações – art.170), parece ser o mais adequado e atenderia a finalidade do art. 264 da LSA;
- r. "cabe, ainda, ressaltar que tal método vem sendo aceito pela CVM para fins do disposto no art. 264 da LSA, conforme precedentes do Colegiado desta d. Autarquia: casos da incorporação do Banco do Estado do Piauí S/A pelo Banco do Brasil S/A (decisão de 12.11.07), do Banco do Estado de Santa Catarina S/A pelo Banco do Brasil S/A (decisão de 19.06.07), da Petrobras Química S/A - Petroquisa pela Petróleo Brasileiro S/A - Petrobrás (decisão de 30.05.06)";
- s. "acrescente-se, também, que não há acionistas minoritários na Incorporada. Seu capital é quase em sua totalidade detido pelo Fundo PCP (99,96%), sendo que os 0,04% restantes são detidos pelos administradores da companhia";
- t. "dessa forma, o laudo de avaliação em observância ao art. 264 da Lei nº 6.404/76 terá função meramente informacional, notadamente para os acionistas minoritários da Incorporadora, que ao deliberarem sobre a relação de troca proposta estarão munidos de um outro parâmetro de comparação";
- u. em resumo, considerando-se que o laudo de avaliação do patrimônio líquido a valor de mercado não traduziria o valor das companhias, demandaria tempo e custo capazes de inviabilizar a operação e, considerando ainda que sequer se trata de hipótese de possível recesso, tendo em vista a inexistência de minoritários na Incorporada, a Equatorial acredita que este critério possa ser substituído pela avaliação por fluxo de caixa descontado, amplamente aceito pela CVM; e
- v. "em vista do exposto, serve-se a Equatorial da presente para requerer a esta d. Autarquia que seja autorizada, com base na parte final do caput do art. 264 da LSA, a confrontar os patrimônios das sociedades incorporadora e incorporada pelos critérios dos respectivos fluxos de caixa descontados, valendo invocar os diversos precedentes dessa CVM em que essa autorização foi concedida".

ANÁLISE

Inicialmente, importa destacar a composição acionária da EQUATORIAL ENERGIA S/A, conforme dados extraídos do Formulário de Informações Anuais referente ao exercício social findo em 31.12.06 e do organograma apresentado por essa Companhia aberta em sua consulta sobre a incorporação da PCP ENERGIA PARTICIPAÇÕES S/A pela Consulente (fls. 13 e 22):

No que tange ao questionamento apresentado pela Companhia, ou seja, acerca da possibilidade de utilização do critério de fluxo de caixa descontado para avaliar os patrimônios líquidos das companhias envolvidas, para fins da comparação prevista no artigo 264 da Lei nº 6.404/76, a meu ver, não se justifica qualquer atuação da CVM com o intuito de exigir a elaboração dos laudos de avaliação dos citados patrimônios líquidos a preços de mercado, pelas razões expostas a seguir.

O artigo 264 da LSA determina que em uma incorporação de companhias que possuam o mesmo controlador (como no caso concreto), além do cálculo da relação substituição contida no protocolo, deve ser calculada a relação 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. Caso a relação de substituição por esse critério seja superior ao primeiro critério, a lei prevê direito de recesso apurado com base nessa valor, destinado, apenas, aos acionistas dissidentes da companhia incorporada.

Desse modo, no presente caso, a avaliação a preços de mercado ou em outro critério aceito pela CVM terá, apenas, efeito informativo, notadamente para os acionistas da Incorporadora, visto que não é aplicável direito de recesso, devido a não existência de acionistas minoritários na Incorporada (segundo informado pela Companhia, 99,96% do capital social da Incorporada é detido pelo FUNDO PCP e os 0,04% restantes pertencem a seus administradores).

Assim sendo, importa salientar que os acionistas minoritários da Incorporadora (ordinaristas e preferencialistas) que terão direito a vetar a operação, conforme mencionado nos itens 'g' e 'h', do parágrafo 2º, retro, terão à disposição mais uma avaliação para subsidiar suas decisões sobre a operação de incorporação (o valor de fluxo de caixa) além daqueles utilizados na relação de substituição (valor de mercado) e o valor contábil (conforme item 'e' do parágrafo 2º, retro).

Ademais, destaco que, em análise aos casos em que a CVM permitiu critérios diferentes para atender o disposto no artigo 264 da Lei nº 6.404/76 ou não atuou no sentido de vir a exigir a elaboração dos laudos de avaliação previstos no mencionado artigo, verificou-se que tais casos podem ser subdivididos como segue:

- a. as incorporadas não eram companhias abertas, sendo praticamente a totalidade do seu capital detido pela incorporadora e não existindo relação de troca (Processos CVM nºs RJ-2004-2040, RJ-2005-3735, RJ-2005-7750, RJ-2005-7838 e RJ-2007-3465);
- b. as incorporadas não eram companhias abertas, sendo praticamente a totalidade do seu capital social detido pela incorporadora, porém existindo relação de troca (Processos CVM nos RJ-2005-2597 e RJ-2007-2920);
- c. a incorporada não era companhia aberta, com parte de seu capital detido pela incorporadora, existindo relação de troca (Processo CVM nº RJ-2007-10687); e
- d. a incorporada era companhia aberta, com 100% do seu capital detido pela incorporadora e não existindo relação de troca (Processo CVM nº RJ-2005-9849).

Desse modo, verifica-se que o presente caso não se enquadra em nenhuma das hipóteses anteriormente analisadas, visto que se trata de uma operação em que a Incorporada não é companhia aberta, em cujo capital social a Incorporadora não possui qualquer participação e as companhias possuem controle comum.

Cabe ressaltar, ainda, que no último caso envolvendo análise de pedido de dispensa do laudo de avaliação a preços de mercado para efeitos de comparação prevista no artigo 264 da Lei das S/A (Processo CVM nº RJ-2007-10687), o Colegiado da CVM se manifestou no sentido de que, além da existência de diversos fatores que apontavam para a desnecessidade da CVM exigir a elaboração de laudo a preços de mercado, haveria um fator mais significativo, que era o fato de a Incorporada ser companhia fechada, e que, portanto, não caberia à CVM impor ou dispensar exigências com relação à tal espécie de sociedade.

Embora a consulta envolva apenas o critério de avaliação dos patrimônios líquidos das companhias envolvidas na operação supramencionada para efeitos da comparação prevista no artigo 264 da Lei nº 6.404/76, devem ser feitos alguns comentários acerca da relação de troca de ações para efeitos do artigo 224 da mesma Lei.

Conforme mencionado nos itens 'j' a 'l' do parágrafo 2º, retro, na presente operação, a relação de troca de ações da EQUATORIAL e da PCP ENERGIA foi obtida com base na comparação entre o valor de mercado da Incorporadora (média ponderada da cotação das Units de sua emissão na Bovespa nos 90 pregões anteriores a 05.11.07 – data em que foi firmado o Protocolo e Justificação da Incorporação entre os administradores da PCP ENERGIA e da EQUATORIAL) e da Incorporada (média ponderada da cotação das ações da LIGHT S/A na BOVESPA também nos 90 pregões anteriores a 05.11.07, visto que as ações da LIGHT se constituem como o único ativo da Companhia).

Nesse sentido, o artigo 11 da Instrução CVM nº 319/99 dispõe que:

"Art. 11 – É vedada a adoção, nas relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, nas operações de que trata esta Instrução, da cotação de bolsa das ações das companhias envolvidas, salvo se essas ações integrarem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros."

Desse modo, tendo em vista que as ações da LIGHT S/A integram o Índice BOVESPA – IBOVESPA e que as ações da EQUATORIAL ENERGIA S/A compõem o Índice Brasil - IBrX e que este último não é admitido à negociação em bolsa de futuros, a utilização desse critério de avaliação, no presente caso, estaria infringindo o dispositivo acima mencionado.

No entanto, em que pese o mencionado no parágrafo anterior, mas considerando, principalmente, que:

- a. a Lei nº 6.404/76 não estabelece critérios de avaliação dos patrimônios líquidos para fins de obtenção da relação de substituição em operações de reestruturação societária, ainda que envolvendo companhias sob controle comum (como ocorre no caso em análise), pelo que, nos casos recentes analisados pela CVM, tem sido autorizada a utilização dos critérios apresentados, desde que os administradores entendam e justifique que os critérios adotados são os que melhor avaliam as partes envolvidas;
- b. não há minoritários na Incorporada (cia fechada); e
- c. os minoritários da Incorporadora, apesar de não terem direito de recesso, terão o poder de vetar a operação de reestruturação societária em comento na Assembléia Geral de Acionistas em que a mesma for deliberada, levando em consideração 3 critérios de avaliação das companhias que terão à sua disposição (contábil, cotação das ações e fluxo de caixa descontado);

entendo não haver problemas na utilização do valor de mercado das companhias envolvidas na Incorporação, para definição da relação de substituição.

CONCLUSÃO

Face ao exposto, entendo que não há, no presente caso, características específicas que façam com que a CVM exija a elaboração de laudo de avaliação a preços de mercado, pelo que não vislumbro problemas na adoção do critério de avaliação de fluxo de caixa descontado para fins de comparação prevista no artigo 264 da Lei nº 6.404/76, conforme solicitado na consulta em análise.

Por fim, ressalto que a presente análise foi baseada nas informações disponibilizadas pela Companhia, dentre as quais não constam os valores obtidos através da utilização dos critérios de avaliação aqui citados, salvo a relação de substituição obtida através da cotação das ações da EQUATORIAL e da LIGHT na BOVESPA.

Isto posto, sugiro o envio do presente processo à SGE, para posterior encaminhamento ao Colegiado da CVM, tendo em vista caber àquele órgão a resposta aos pedidos que envolvem o art. 264 da LSA.

Atenciosamente,

PATRICK VALPAÇOS F. LIMA

Analista

PARA: SEP MEMO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 008/08

DE: GEA-3 DATA: 11.01.08

ASSUNTO: Consulta sobre a incorporação da PCP ENERGIA PARTICIPAÇÕES S/A pela EQUATORIAL ENERGIA S/A

Processo CVM RJ-2007-15051

Senhora Superintendente,

Trata-se de consulta protocolada, em 27.12.07, pela EQUATORIAL ENERGIA S/A ("Consultante"), sobre a operação de incorporação da PCP ENERGIA PARTICIPAÇÕES S/A pela Consultante, notadamente, acerca da possibilidade de utilização do critério de fluxo de caixa descontado para avaliar os patrimônios líquidos das companhias envolvidas, para fins da comparação prevista no artigo 264 da Lei nº 6.404/76.

A questão foi resumida e analisada nos termos do RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 001/08, de 11.01.08 (fls. 23/29).

A respeito, informo que estou de acordo com a análise e conclusão contidas no referido relatório de análise, pelo que sugiro o envio do presente processo à SGE, para posterior encaminhamento ao Colegiado da CVM, tendo em vista caber àquele órgão a resposta aos pedidos que envolvem o artigo 264 da LSA.

Atenciosamente,

FERNANDO SOARES VIEIRA

Gerente de Acompanhamento de Empresas 3

De acordo

À SGE,

ELIZABETH LOPEZ RIOS MACHADO
Superintendente de Relações com Empresas