

Interessados: Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.

Unibanco Holdings S.A.

Banco Itaú S.A.

Banco Itaú Holding Financeira S.A.

Assunto: Aplicabilidade do Parecer de Orientação n.º 34/2006 a reestruturação societária divulgada em 3.11.2008 por Banco Itaú Holding Financeira S.A., Itaúsa – Investimentos Itaú S.A., Unibanco Holdings e Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.

Diretor Relator: Otavio Yazbek

Relatório

I. Objeto

1. O presente processo administrativo analisa a eventual aplicabilidade das recomendações do Parecer de Orientação n.º 34, de 18.8.2006, à operação de incorporação de ações divulgada em 3.11.2008 por Itaúsa – Investimentos Itaú S.A. ("Itaúsa"), Banco Itaú Holding Financeira S.A. ("Itaú Holding Financeira") (atual Itaú Unibanco Holding S.A.), do Unibanco Holdings S.A. ("Unibanco Holdings") e do Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A. ("Unibanco"), pelo então denominado Banco Itaú S.A. ("Banco Itaú").

II. Relações de troca

2. Em linhas gerais, pelas referidas operações de incorporação de ações os então acionistas do Unibanco Holdings e do Unibanco passaram a ser acionistas do Banco Itaú, cujo controle passou a ser compartilhado entre os antigos controladores do Banco Itaú e os antigos controladores do Unibanco Holdings e do Unibanco.
3. Os critérios utilizados para a estipulação das relações de troca utilizadas nas incorporações de ações objeto deste processo foram definidos da seguinte forma:
 - i. para as ações ordinárias do Unibanco e do Unibanco Holdings, as relações de troca foram fixadas com base em negociação entre os acionistas controladores do Unibanco e do Itaú Holding Financeira; e
 - ii. para as ações preferenciais, a relação de troca foi fixada com base na cotação média nos últimos 45 pregões anteriores a 3.11.2008 das *Units* (representando, cada uma, uma ação preferencial do Unibanco e uma ação preferencial do Unibanco Holdings) e das ações preferenciais do Itaú Holding Financeira.

III. Análise da SEP

4. Em sua análise, a área técnica aventou que, caso a relação de troca entre as ações ordinárias tivesse sido calculada por método semelhante ao adotado para as ações preferenciais, a relação de substituição seria de 2,332338 ações ordinárias do Unibanco ou Unibanco Holdings por cada ação ordinária do Itaú Holding Financeira (R\$ 23,44/R\$ 10,05). Tal fração representaria um prêmio pago aos ordinaristas de, aproximadamente, 98%, quando comparada com a relação de substituição adotada na operação (1,1797).
5. A SEP reconheceu a possibilidade de adoção de relações de trocas diversas para diferentes espécies de ações, mas cogitou que, no caso de tal distinção não ser baseada em um critério objetivamente verificável, se poderia aplicar o disposto no Parecer de Orientação n.º 34/2006. Não obstante, porque no caso concreto o estabelecimento da razão de substituição das ações ordinárias resultou da negociação de duas partes independentes, poderia ser afastada a incidência do referido parecer.
6. Sem prejuízo, a despeito (i) de as incorporações de ações terem sido aprovadas pela unanimidade dos acionistas presentes; e (ii) de não terem sido protocoladas reclamações de investidores acerca da operação, mas considerando, sobretudo, as características inéditas do caso, solicita a área técnica manifestação do Colegiado, acerca da incidência do Parecer de Orientação n.º 34/2006 sobre as incorporações de ações objeto do presente processo, e sobre outras com características similares que venham a ser realizadas.

Voto

1. Parece-me claro que no presente caso não se aplica diretamente o Parecer de Orientação n.º 34/2006, ainda que se possa levar em conta a lógica que o norteia.
2. O referido Parecer de Orientação traz uma interpretação da CVM sobre o §1º do art. 115 da Lei 6.404/76. Ele reconhece o impedimento de voto em certas deliberações que possam beneficiar de modo particular os acionistas controladores ou proponentes de operações de incorporação ou de incorporação de ações.
3. E ele buscava inibir abusos em operações realizadas para unificação das espécies de ações de companhias no processo de migração dessas companhias dos segmentos tradicionais de negociação para o segmento especial denominado Novo Mercado. Nessas operações, o controlador definia um sobrepreço para o bloco de controle que não era referendado por nenhuma negociação com terceiros e justificava a relação mais vantajosa pelo art. 254-A da Lei 6.404/76, que, de certa maneira, reconhece que as ações detidas pelo acionista controlador fazem juz a um prêmio em relação às ações de não controladores.
4. A CVM, naquela oportunidade, entendeu que tal justificativa era " *válida no âmbito de uma OPA por alienação de controle, porque a lei assim o determina, mas não é suficiente para afastar o impedimento de voto por benefício particular quando, ao invés de uma parte independente (como é o terceiro adquirente do controle), quem confirma o sobre-preço às ações de titularidade da Sociedade Holding é o próprio acionista beneficiado.*"
5. Assim, o objetivo do Parecer de Orientação n.º 34/2006 era inibir operações que importassem " *em tratamento diferenciado entre acionistas titulares de ações de mesma espécie e classe*" ou tomassem por base avaliações que considerassem " *não apenas os direitos econômicos ou*

políticos atribuídos às ações, mas também suposições de sobrevalorização de ações detidas por certos acionistas não comprovadas por efetivas negociações entre partes independentes".

6. No presente caso, a meu ver, se está lidando com situação distinta, em que, para as ações preferenciais, se adotou critério objetivo e verificável e, para as ordinárias, se pode falar na realização daquelas efetivas negociações – os critérios para a definição da relação de troca, neste último caso, foram definidos com base em negociação de fato realizada com um terceiro, que seria o grupo de acionistas do Itaú Holding Financeira.
7. Há critérios de avaliação diferentes entre espécies de ações emitidas pela companhia, mas não existe fundamento legal, em tais operações, se exigir que o tratamento conferido às diferentes classes seja idêntico ou para se exigir que o critério de avaliação seja o mesmo. O sobrevalor das ações com direito de voto foi determinado por uma negociação independente e, portanto, decorre de dados objetivamente verificáveis. E a CVM tem reiterado em suas decisões que um processo de negociação independente tende a tornar comutativa operação e a demonstrar o cumprimento dos deveres fiduciários previstos em lei.
8. Demonstração disso é a estrutura que o Parecer de Orientação nº 35, de 2008 promove. Esse critério também foi eleito pela Instrução CVM nº 361 como relevante e indicador da existência de um valor comutativo. Por esta última Instrução, o ofertante deve declarar, no instrumento de OPA, o *"preço por ação da companhia objeto em negociações privadas relevantes, entre partes independentes, envolvendo o ofertante, o acionista controlador ou pessoas a eles vinculadas, realizadas nos últimos 12 (doze) meses"*, uma vez que este é um balizador importante para a tomada de decisão dos acionistas. Além disso, a Instrução nº 361, quando trata das bases de avaliação a serem observadas pelo elaborador do laudo, determina que uma dessas bases seja *"o valor pelo qual um ativo poderia ser negociado entre partes independentes e interessadas, conhecedoras do assunto e dispostas a negociar, numa transação normal, sem favorecimentos e com isenção de outros interesses."*
9. No presente caso, devem-se levar em consideração também o contexto para a realização daquelas operações, a generalizada anuência dos acionistas preferencialistas do Unibanco e do Unibanco Holdings e a ausência de reclamações.
10. Entendo, assim, que não se pode caracterizar a operação objeto da consulta como exemplo de operação em que se deveria afastar o direito de voto dos acionistas aparentemente beneficiados, uma vez que os diferentes critérios se baseavam em parâmetros objetivamente verificáveis, um deles sendo a negociação por partes independentes.
11. Outrossim, a SEP consultou, na mesma ocasião, como se deveria lidar com outras operações com características similares que se viessem a realizar. Para este ponto, e considerando que a decisão para o presente caso se baseia em uma situação concreta, marcado por determinadas especificidades, entendo que não se pode apresentar uma resposta mais direta, aprioristicamente aplicável, embora os seus pressupostos possam ser aproveitados nas análises de outros casos.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 16 de fevereiro de 2012.

Otávio Yazbek

Diretor Relator