

Processo CVM RJ-2009-7847

Senhor Gerente,

Trata-se de pedido de autorização do Banco do Brasil S.A. ("BB") para utilização do critério de fluxo de caixa descontado em atendimento ao art. 264 da Lei nº6.404/76, na incorporação do Banco Nossa Caixa S.A. ("NOSSA CAIXA").

HISTÓRICO

2. Em 19.08.09, o BB protocolizou pedido de autorização para utilizar, na incorporação da NOSSA CAIXA, o critério de fluxo de caixa descontado em atendimento ao art. 264 da Lei nº6.404/76, conforme abaixo resumido (fls. 03/04):
 - a. o BB adquiriu o controle acionário da NOSSA CAIXA e se comprometeu a incorporá-la até 16.03.10;
 - b. como condição resolutiva do Contrato de Compra e Venda de Ações, celebrado entre o BB e o Governo do Estado de São Paulo, está em andamento a Oferta Pública de Aquisição de Ações ordinárias de emissão da NOSSA CAIXA, com o objetivo de adquirir até a totalidade das demais ações ON não compreendidas na operação de alienação de controle (28,75% da base acionária);
 - c. com o leilão de aquisição de ações marcado para 04.09.09, espera-se que expressivo contingente de acionistas minoritários venha a aderir à OPA, em que o preço foi estipulado em R\$70,63 mais a correção pela SELIC desde 20.11.08 até a data do efetivo pagamento;
 - d. concluída a OPA, restará aos acionistas minoritários da NOSSA CAIXA decidirem pela (i) venda de suas ações em mercado; (ii) substituição de suas ações pelas ações de emissão do BB, no processo de incorporação ou; (iii) exercer o direito de recesso, conforme condições a serem estipuladas em Protocolo de Incorporação;
 - e. o art.224 da Lei nº6.404/76 estabelece que o Protocolo firmado entre os órgãos de administração das companhias interessadas na reorganização societária deve incluir os critérios utilizados para determinar as relações de substituição das ações;
 - f. o art.11 da Instrução CVM nº319/99 veda a adoção, nas relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, nas operações de que trata a Instrução, da cotação de bolsa das ações de companhias envolvidas, salvo se essas ações integram índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros;
 - g. no caso específico, os dois bancos compõem o IBOVESPA, conferindo às empresas condições de cumprir o requisito estabelecido no art.11 da Instrução CVM nº319/99;
 - h. logo, as ações do BB a serem emitidas para substituição das ações da NOSSA CAIXA serão calculadas com base no preço médio ponderado das ações cotadas em bolsa de ambas as instituições;
 - i. nas hipóteses de incorporação de companhia controlada, o art. 264 da Lei nº6.404/76 determina a elaboração de avaliação das companhias envolvidas a preços de mercado ou com base em outro critério aceito pela CVM, com o objetivo de proporcionar aos acionistas minoritários elemento comparativo apto para o exercício do direito de retirada na hipótese de desvantagem entre as relações de substituição previstas no Protocolo e as resultantes do disposto no mencionado dispositivo legal;
 - j. considerando o porte das empresas envolvidas, principalmente em relação aos respectivos ativos imobilizados, o critério de avaliação a preço de mercado implicaria em elevados custos para ambas as companhias, além de exigir considerável tempo e esforço na realização dos serviços com reflexos adversos ao cronograma de incorporação;
 - k. no processo de incorporação do Banco do Estado de Santa Catarina S.A. – BESC, o BB foi avaliado pela PricewaterhouseCoopers, para efeito do art. 264 da Lei nº6.404/76 pelo critério do Fluxo de caixa Descontado, na data-base de 31.12.07, resultando a avaliação em um valor justo de R\$44,81/ação ON;
 - l. na mesma data-base e pelo mesmo critério a NOSSA CAIXA foi avaliada, também pela Price, a R\$39,97/ação ON; e
 - m. caso utilizados esses resultados para atendimento do art.264 da Lei nº6.404/76, a relação de troca seria de 0,8920 ação do BB para 1 ação da NOSSA CAIXA.

ANÁLISE

3. A presente consulta diz respeito à utilização do critério do fluxo de caixa descontado alternativamente ao critério de avaliação a preços de mercado, previsto no art. 264 da Lei nº6.404/76.
4. O art. 264 da Lei nº6.404/76 prevê que na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia-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.
5. Em linha com o entendimento do Colegiado da CVM em análise a pedidos da mesma natureza (notadamente Processo CVM nº RJ-2006-0856, Processo CVM nº RJ-2006-3160 e Processo CVM nº RJ-2007- 4933), um dos objetivos do dispositivo legal acima citado é informacional, pretendendo-se que seja produzida uma informação nova a ser posta a disposição dos acionistas não controladores da sociedade incorporada, para possam aferir a equidade da relação de substituição apresentada.
6. Não obstante, a avaliação a preços de mercado (ou critério alternativo aceito pela CVM) será usada também para fins de reembolso aos acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral **da controlada** que aprovar a operação, se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista no artigo 264 da Lei nº6.404/76, nos termos do §3º do mesmo artigo.
7. Em análise ao caso concreto, considerando que, segundo a consulta, a relação de substituição de que trata o inciso I do art. 224 da Lei

nº6.404/76 será definida com base no valor das cotações de ambas as companhias em bolsa, entendendo que, ao adotar o critério do fluxo de caixa descontado alternativamente à avaliação a preços de mercado, teria restado atendido o objetivo informacional do artigo 264, estando disponível aos acionistas informação de relação de substituição alternativa que os permitirá avaliar a justeza da relação de troca proposta no protocolo de incorporação.

8. Cabe lembrar, ainda, que o fluxo de caixa descontado é um método de elaboração de laudo econômico aceito, de um modo geral, pelo mercado, estando, inclusive, previsto na Lei nº 6404/76 (i) para fins de oferta pública (§4º, artigo 4º da Lei nº 6404/76), e (ii) fixação do preço de emissão de ações (artigo 170 da Lei nº 6404/76).
9. Ademais, é relevante citar que, em virtude da NOSSA CAIXA não se enquadrar no requisito de dispersão previsto no art. 137, inciso II, da Lei nº 6404/76, seus acionistas dissidentes terão direito de recesso e poderão optar entre o valor contábil e o valor calculado pelo critério do fluxo de caixa descontado, se a relação de substituição prevista no protocolo (com base no valor das cotações) for menos vantajosa que aquela calculada utilizando-se as avaliações pelo critério do fluxo de caixa descontado, nos termos do §3º do art. 264 da mesma lei.
10. No entanto, segundo a consulta apresentada, parece-me que se pretende usar, na incorporação da NOSSA CAIXA pelo BB, avaliações pelo critério do fluxo de caixa descontado já existentes, com data-base de 31.12.07 (vide parágrafo 2º, itens "k", "l" e "m"), o que me causou estranheza.
11. A meu ver, se um dos objetivos do art. 264 da Lei nº6.404/76 é informacional, não haveria sentido em se fornecer aos acionistas, para fins de avaliação da equidade da relação de troca proposta, um dado retroativo (com data-base 31.12.07).
12. Assim sendo, entendendo que **não** haveria óbice na utilização do critério do fluxo de caixa descontado alternativamente ao critério de avaliação a preços de mercado, desde que seja utilizado um laudo com data-base recente, em que deverão ser levadas em consideração premissas mais atualizadas que aquelas que serviram para a elaboração dos laudos já existentes, com data-base 31.12.07, inclusive considerando eventuais efeitos da recente crise mundial.

Considerações Adicionais

13. A título de ilustração, cabe citar os seguintes dados numéricos:
 - a. a cotação da ação da NOSSA CAIXA sofreu aumento expressivo no preço após o anúncio da sua compra pelo BB e da realização de OPA, que ocorreram em 20.11.08 e 22.12.08, respectivamente (fls. 14/22);
 - b. o valor oferecido na OPA (R\$70,63) corrigido pela Selic até 19.08.09 corresponde a R\$76,42 (fl. 23);
 - c. em 19.08.09, a cotação média das ações do BB era de R\$25,28 (fl. 13) e da NOSSA CAIXA, R\$75,17 (fl. 22);
 - d. com base nessas cotações, a relação de substituição seria de **2,973497** ações do BB para cada ação da NOSSA CAIXA;
 - e. conforme informado na consulta, utilizando-se os laudos de fluxo de caixa descontado **com data-base 31.12.07**, as ações do BB foram avaliadas a R\$44,81 e da NOSSA CAIXA a R\$39,97;
 - f. a relação de troca calculada com base nessas avaliações seria de **0,8920** ações do BB para cada ação da NOSSA CAIXA;
 - g. em consulta aos formulários DFP/08 e IAN/08 (fls. 24/30) de ambas as companhias, verifica-se que o patrimônio líquido do BB em 31.12.08 correspondia a R\$29.937.250.000,00 e o da NOSSA CAIXA R\$3.180.682.000,00, ou seja, R\$11,66/ação ordinária do BB e R\$29,72/ação ordinária da NOSSA CAIXA; e
 - h. com base nos valores contábeis, a relação de troca fixada seria de **2,54806** ações de emissão do BB para cada ação de emissão da NOSSA CAIXA.
14. Com relação aos dados acima, verifica-se que:
 - a. a relação de troca mais favorável aos acionistas não controladores da NOSSA CAIXA e, por outro lado, menos favorável aos atuais acionistas de BB (na medida em que ocasionará maior diluição de sua participação) é aquela calculada com base no valor das cotações em bolsa (**2,973497**);
 - b. a utilização de relação de troca baseada no valor das cotações de mercado ocasionaria redução de 3,17% nas participações do conjunto de acionistas do BB, enquanto que se utilizado o valor econômico na data-base 31.12.07 (valor mais favorável aos acionistas do BB), a redução seria de 1,03% (fl. 31); e
 - c. a relação de substituição calculada com base nas cotações de mercado (**2,973497**) é mais favorável aos acionistas não controladores da NOSSA CAIXA que aquela obtida utilizando-se os valores dos laudos de fluxo de caixa descontado com data-base 31.12.07 (**0,8920**), de forma que não seria permitido, aos acionistas dissidentes da NOSSA CAIXA, optar entre o valor contábil (R\$29,72/ação) e aquele do fluxo de caixa descontado (R\$39,97).
15. Por fim, em que pese não ser o objetivo da consulta ora analisada obter manifestação da CVM quanto ao critério escolhido para calcular as relações de substituição que serão fixadas no protocolo de incorporação, a meu ver, é relevante lembrar que os administradores deverão justificar a utilização do critério de cotações em bolsa de ambas as companhias, apresentando os motivos pelos quais entendem que este é o que melhor as avalia, considerando inclusive o eventual impacto da OPA que se encontra em andamento no preço das ações da NOSSA CAIXA.

CONCLUSÃO

16. Conforme exposto nos parágrafos 7º e 12, retro, entendendo que a adoção do critério do fluxo de caixa descontado alternativamente à avaliação a preços de mercado atenderia ao artigo 264 da Lei nº6.404/76, desde que utilizados laudos com data-base recente (e não 31.12.07, como pretende o BB).

Isto posto, sugiro o envio do presente processo à SGE, para posterior encaminhamento ao Colegiado da CVM, tendo em vista que cabe aquele órgão deliberar sobre solicitações de companhias abertas dessa natureza.

Atenciosamente,

JULIANA VICENTE BENTO

Analista

PARA: SEP MEMO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 254/09

DE: GEA-3 DATA: 24.08.09

ASSUNTO: Consulta de companhia aberta – art.264 da Lei nº6.404/76

Processo CVM RJ-2009-7847

Senhora Superintendente,

Trata-se de pedido de autorização do Banco do Brasil S.A. para utilização do critério de fluxo de caixa descontado em atendimento ao art. 264 da Lei nº6.404/76, na incorporação do Banco Nossa Caixa S.A.

A questão foi resumida e analisada nos termos do RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 079/09, de 24.08.09 (fls.32/36).

A respeito, informo que estou de acordo com a análise e conclusões do referido RA, no sentido de que a adoção do critério do fluxo de caixa descontado alternativamente à avaliação a preços de mercado atenderia ao artigo 264 da Lei nº6.404/76, desde que utilizados laudos com data-base recente (e não 31.12.07, como pretende o BB).

Ressalto também, conforme mencionado no parágrafo 15 do referido RA que, em que pese não ser o objetivo da consulta ora analisada obter manifestação da CVM quanto ao critério escolhido para calcular as relações de substituição que serão fixadas no protocolo de incorporação, **é relevante lembrar** que os administradores deverão justificar a utilização do critério de cotações em bolsa de ambas as companhias, apresentando os motivos pelos quais entendem que este é o que melhor as avalia, considerando inclusive o eventual impacto da OPA que se encontra em andamento no preço das ações da NOSSA CAIXA.

Isto posto, sugiro o envio do presente processo à SGE, para posterior encaminhamento ao Colegiado da CVM, a quem cabe autorizar, ou não, pedidos desta natureza.

Atenciosamente,

FERNANDO SOARES VIEIRA

Gerente de Acompanhamento de Empresas - 3

De acordo

À SGE

ELIZABETH LOPEZ RIOS MACHADO

Superintendente de Relações com Empresas