

ASSUNTO: Consulta de Companhia Aberta – Artigo 264 da Lei nº 6.404/76

BRASKEM S.A.

Processo CVM nº RJ/2010/4016

Senhora Gerente,

Trata-se da operação de reestruturação societária envolvendo Odebrecht S.A., Odebrecht Serviços e Participações S.A., Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, Petrobras Química S.A. – Petroquisa e Braskem S.A. ('BRASKEM' ou 'Companhia'), conforme Fato Relevante divulgado em 22 de janeiro de 2010.

No referido Fato Relevante, Odebrecht S.A., Odebrecht Serviços e Participações S.A., Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras e Petrobras Química S.A. – Petroquisa e Braskem S.A., comunicaram a celebração de um acordo de investimento visando regular os termos e as condições por meio dos quais Odebrecht e Petrobras consolidariam na Braskem suas participações societárias no setor petroquímico.

Em 6 de maio de 2010, os representantes legais de BRASKEM protocolaram correspondência na CVM, apresentando, em resumo, as seguintes considerações:

- a. "conforme divulgado no Fato Relevante de 22 de janeiro de 2010, ('Fato Relevante'), a Braskem S.A. juntamente com a Odebrecht S.A. ('ODB'), Odebrecht Serviços e Participações S.A. (OSP e, em conjunto com ODB, 'Odebrecht'), Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras ('PTB'), Petrobras Química S.A. – Petroquisa ('Petroquisa' e, em conjunto com PTB, 'Petrobras') e União de Indústrias Petroquímicas S.A. ('Unipar') celebraram, naquela data, Acordo de Investimento ('Acordo de Investimento'), por meio do qual foram regulados os termos e condições através dos quais Odebrecht e Petrobras consolidariam na Braskem suas participações societárias no setor petroquímico ('Operação');"
- b. "nos termos do Acordo de Investimento, a Operação compreenderia determinadas etapas descritas no Fato Relevante, a saber":
 - i. "a formação de uma holding, BRK Investimentos Petroquímicos S.A. ('BRK'), que deteria a totalidade das ações ordinárias de emissão da Braskem então detidas por Odebrecht e Petrobras";
 - ii. "a realização de aportes de recursos na BRK, em dinheiro, por Odebrecht e Petrobras";
 - iii. "o aumento do capital social da Braskem, realizado sob a forma de subscrição privada por seus acionistas";
 - iv. "a aquisição pela Braskem das ações de emissão da Quattor Participações S.A. ('Quattor') então detidas pela Unipar";
 - v. "a aquisição pela Braskem das ações representando a totalidade do capital social da Unipar Comercial e Distribuidora S.A. ('Unipar Comercial') e das ações representando 33,3% do capital social da Polibutenos S.A. Indústrias Químicas ('Polibutenos')";
 - vi. "incorporação pela Braskem das ações da Quattor detidas pela Petrobras"; e
 - vii. "a realização de oferta pública por alienação indireta do controle da Quattor Petroquímica S.A. ('Quattor Petroquímica'), sociedade controlada pela Quattor";
- C. "assim, já tendo sido concluídas as etapas indicadas nos itens (i) a (v) do parágrafo acima, em continuidade à Operação, serão convocadas as assembléias gerais da Braskem e da Quattor para apreciar a incorporação, pela Braskem, das ações da Quattor de titularidade da Petrobras – detentora das ações representando os 40% (quarenta por cento) restantes do capital social da Quattor^[1] -, com o conseqüente aumento de capital da Braskem e a emissão, em favor da Petrobras, de novas ações ordinárias em substituição às ações ora detidas pela Petrobras na Quattor ('Incorporação de Ações');"
- d. "como resultado da Incorporação de Ações, a Quattor se tornará subsidiária integral da Braskem, nos termos do artigo 252 da Lei nº 6.404/76";
- e. "a relação de troca das ações da Quattor por ações da Braskem foi definida com base na avaliação das referidas sociedades a valor econômico, realizada pelo Banco Bradesco BBI S.A., utilizando-se o método de fluxo de caixa descontado ('DCF'), exceto pela Quantiq (IQ Soluções e Química S.A.) e Polibutenos, que foram avaliadas por múltiplos de empresas comparáveis, conforme laudo de avaliação anexo à presente ('Anexo IV')";
- f. "de outro lado, para fins do aumento do capital social da Braskem, o acervo líquido da Quattor será avaliado com base no seu valor contábil, apurado em laudo próprio";
- g. "por ser a Quattor sociedade controlada pela Braskem, será observado o disposto no artigo 264 da LSA, que exige seja apresentado o cálculo das relações de substituição das ações de emissão da sociedade incorporada pelas ações a serem emitidas pela sociedade incorporadora com base no valor do patrimônio líquido das ações de ambas as sociedades, avaliados pelo mesmo critério e na mesma data, a preços de mercado **ou com base em outro critério aceito por essa Comissão de Valores Mobiliários**";
- h. "conforme autorizado na parte final do caput do referido artigo 264, pretende-se adotar critério distinto daquele ali expressamente previsto, porém amplamente aceito pelo mercado e por essa CVM, qual seja, o método de fluxo de caixa descontado ('DCF')";
- i. "primeiramente porque a avaliação do patrimônio líquido a valor de mercado de uma companhia do porte e características da Braskem é tarefa extremamente complexa, dispendiosa e demorada, cujos custos não guardam proporção com a sua aplicação";
- j. "vale lembrar que, no caso, a Braskem detém a maioria do capital social da Quattor e, afora a Braskem, há tão somente um único outro acionista na Quattor, a Petrobras^[2]";
- k. "no que diz respeito aos detentores de ações em circulação da Braskem, apenas uma pequena porção seria destinatária do direito de retirada, uma vez que, em sua grande maioria, seus acionistas são detentores de ações preferenciais classe A, que cumprem com os critérios de liquidez e dispersão previstos no art. 137, II da LSA que afastam a aplicação do direito de retirada";
- l. "vale mencionar que a Petrobras ^[3], apesar de acionista minoritária, é considerada um investidor extremamente sofisticado, seja pelo seu porte financeiro, seja pela sua atuação constante no mercado, possuindo expertise e qualificação mais do que necessárias para formar suas decisões de investimento e desinvestimento";
- m. "a contratação de empresa especializada para a elaboração de tais laudos de avaliação, portanto, oneraria a Companhia e, nem por isso, traduziria a melhor avaliação desta, além de demandar tempo, o que poderia ocasionar retardamento desnecessário do cronograma da Operação";
- n. "no caso, o critério do fluxo de caixa descontado, atenderia perfeitamente à finalidade do artigo 264 da LSA e melhor serviria de informação para todos os acionistas da Quattor e também da Braskem";
- o. "convém destacar que se trata o DCF de método de elaboração de laudo econômico amplamente aceito no mercado, estando, inclusive, previsto na LSA (para

ofertas públicas de aquisição – artigo 4º, §4º - e para a fixação do preço de emissão de ações – artigo 170”);

- p. "como se sabe, a avaliação segundo o método de fluxo de caixa descontado reflete o valor da companhia em marcha, considerada em seu conjunto, com seus meios de produção organizados, levando-se em conta os seus fluxos futuros de caixa, descontados esses a valor presente pelo custo do capital empregado”;
- q. "diferentemente da avaliação econômica, a avaliação do patrimônio líquido a mercado busca encontrar o valor de cada ativo e passivo isoladamente, sem qualquer interferência de outros elementos, ou dos efeitos que a interação do conjunto de ativos e passivos possa produzir na avaliação da companhia”;
- r. "por conta disso, na quase totalidade dos casos em que se está diante de empresas operacionais, o valor de mercado segundo o método do fluxo de caixa descontado apresenta valores superiores aos encontrados pela avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado”;
- s. "cabe ainda ressaltar que tal método vem sendo aceito pela CVM especificamente para fins do disposto no artigo 264 da LSA, conforme precedentes do e. Colegiado dessa d. Autarquia: casos de incorporação do Banco Nossa Caixa S.A. pelo Banco do Brasil (Processo CVM RJ2009/7847), do Banco do Estado do Piauí S.A. pelo Banco do Brasil S.A. (Processo CVM RJ2007/13175), e ainda de incorporação de ações da Petrobrás Química S.A. – Petroquisa pela Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras (Processo CVM RJ2006/3160), apenas para mencionar alguns dos mais recentes”;
- t. "sem prejuízo ao atendimento do caráter informacional do artigo 264 da LSA, cabe mencionar que, no que se refere à Quattor, a sua única acionista minoritária, a Petrobras, já manifestou não se opor à Incorporação de Ações – operação inclusive prevista no Acordo de Investimento do qual é uma das signatárias – razão pela qual não haveria que se falar em direito de retirada, daquela companhia em decorrência da Incorporação de Ações”;
- u. "dessa forma, por se tratar de Incorporação de Ações, no caso em análise, o eventual direito de retirada poderia se dar apenas pelos acionistas da Incorporadora, titulares de ações ordinárias e preferenciais classe 'B', sendo certo que os acionistas titulares de ações preferenciais classe 'A' não terão direito de retirada, conforme já mencionado”;
- v. "vale esclarecer que o estatuto social da Braskem não contempla a determinação do valor do reembolso a valor econômico, pelo que os acionistas dissidentes com direito de retirada teriam de se retirar desta companhia recebendo o valor patrimonial de suas ações”;
- w. "no entanto, levando-se em conta o requerimento ora formulado, no sentido de utilização do valor econômico de Braskem e Quattor para os fins do artigo 264 da LSA, a Braskem pretende assegurar, no Protocolo e Justificação da Incorporação de Ações, aos seus acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais classe 'B' que dissintirem da deliberação que aprovar a Incorporação de Ações, o reembolso de suas ações pelo valor econômico da companhia apurado no já citado laudo de avaliação constante do Anexo IV”;
- x. "em vista do exposto, requer a Braskem a essa d. Autarquia que seja autorizada, com fundamento na parte final do caput do artigo 264 da LSA, a utilização do critério de avaliação econômica pelo método do fluxo de caixa descontado para avaliação dos patrimônios das sociedades Braskem e Quattor (na forma do laudo constante do Anexo 4 à presente) em substituição ao critério de avaliação dos respectivos patrimônios a valor de mercado, com a consequente dispensa de elaboração de laudo com base nesta última metodologia, ainda que para fins do disposto no §3º do referido dispositivo legal, na linha dos diversos precedentes acima indicados”.

Em nova correspondência protocolada na CVM, em 24 de maio de 2010, os representantes legais de BRASKEM apresentaram, em resumo, as seguintes considerações:

- a. "acreditamos ser importante ressaltar a essa d. CVM que o laudo de avaliação que se pretende utilizar para os fins do artigo 264 da LSA, e que apurou o valor econômico da Quattor e da Braskem e suportou a negociação da relação de substituição entre esta e a Petrobras (na qualidade de acionista relevante da Quattor) foi contratado antes da aquisição pela Braskem das ações de emissão da Quattor então detidas pela Unipar, ou seja, por partes independentes”;
- b. "aproveitamos a oportunidade para retificar informação constante do item 18 do Pedido de Dispensa, onde constou que se pretendia assegurar, no Protocolo e Justificação da Incorporação de Ações, para fins do artigo 264 da LSA, aos acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais classe 'B' da Braskem que dissintissem da deliberação que aprovar a Incorporação de Ações, o reembolso de suas ações pelo valor econômico da companhia apurado no laudo de avaliação em questão”;
- c. "por equívoco, fez-se referência à Braskem e suas ações no citado trecho do Pedido de Dispensa, embora se tenha objetivado mencionar que os eventuais acionistas que dissintissem da deliberação é que fariam jus ao reembolso de suas ações com base no valor apurado no laudo de avaliação (até porque o §3º do artigo 264 da LSA não se aplica aos acionistas da controladora, mas apenas aos acionistas da sociedade controlada)”;
- d. "dessa forma, esclarecemos que os seus acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais classe 'B' que dissintirem da deliberação que aprovar a Incorporação de Ações farão jus ao recebimento, a título de reembolso, do valor patrimonial de suas ações, na forma da LSA e de seu estatuto social”;
- e. "por todo o exposto, a Braskem reitera o seu pedido de autorização, com fundamento na parte final do caput do artigo 264 da LSA, da utilização do critério de avaliação econômica pelo método do fluxo de caixa descontado para avaliação dos patrimônios das sociedades Braskem e Quattor (na forma do laudo constante do Anexo 4 ao pedido de Dispensa) em substituição ao critério de avaliação dos respectivos patrimônios a valor de mercado, com a consequente dispensa de elaboração de laudo com base nessa última metodologia, ainda que para fins do disposto no §3º do referido dispositivo legal, na linha dos diversos precedentes indicados no Pedido de Dispensa”.

CONCLUSÃO

Em Fato Relevante divulgado 22 de janeiro de 2010, Odebrecht S.A., Odebrecht Serviços e Participações S.A., Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, Petrobras Química S.A. – Petroquisa e Braskem S.A. celebraram Acordo de Investimento, estabelecendo os termos e condições através dos quais Odebrecht e Petrobras consolidariam na Braskem suas participações societárias no setor petroquímico.

O Acordo de Investimento acima citado prevê, em uma de suas etapas, a incorporação pela Braskem das ações de emissão da Quattor Participações S.A. (Quattor) detidas pela Petrobras.

Na referida operação de incorporação, a Braskem pretende utilizar o critério de fluxo de caixa descontado para avaliação dos patrimônios de Braskem e de Quattor, alternativamente ao critério de avaliação a preços de mercado, previsto no art. 264 da Lei nº 6.404/76.

Tal critério é aceito, de um modo geral, para outros fins, estando, inclusive, previsto na Lei nº 6404/76 para fins de oferta pública (§4º, artigo 4º da Lei nº 6404/76) e na fixação do preço de emissão de ações (artigo 170 da Lei nº 6404/76) e foi aceito em determinados casos pela CVM especificamente para fins do disposto no artigo 264 da LSA.

O art. 264 da Lei nº 6.404/76 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”.

Conforme entendimento do Colegiado da CVM em análise a pedidos da mesma natureza (notadamente Processos CVM n^{os} RJ-2004-2829, RJ-2006-0856 e RJ-2007- 4933, além dos citados pelos representantes de Braskem), um dos objetivos do dispositivo legal acima citado é produzir uma informação nova a ser posta a disposição dos acionistas não controladores da sociedade incorporada, para que estes possam decidir acerca da operação.

No caso em análise, a relação de troca das ações da Quattor por ações da Braskem foi definida com base na avaliação das referidas sociedades a valor econômico, utilizando-se o método de fluxo de caixa descontado.

O Colegiado da CVM, no âmbito do Processo CVM nº RJ/2004/2829, que tratou de pedido de autorização para utilizar o método do fluxo de caixa descontado como critério de avaliação comparativa dos patrimônios de Companhia de Bebidas das Américas - AMBEV e Labatt Brewing Canada Holding Ltda., em operação de incorporação, não acatou o pleito da companhia devido à ausência de uma alternativa que pudesse auxiliar a análise dos minoritários com relação à justeza da relação de substituição das ações.

Considerando a utilização de tal método de avaliação para determinação da relação de troca das ações da Quattor por ações da Braskem, entendo, a princípio, que a utilização do mesmo critério, em substituição ao critério de avaliação dos respectivos patrimônios a valor de mercado, conforme previsto no artigo 264 da Lei nº 6.404/76, não atenderia a um

dos objetivos do referido artigo, que é produzir uma relação de substituição alternativa que possibilite aos acionistas melhor avaliar a equidade da relação de troca proposta no protocolo de incorporação.

Em que pese a conclusão mencionada no §13, retro, há alguns aspectos que devem ser considerados, no caso em tela, tais como:

- a. a Petrobras, única acionista minoritária da Quattor (vide Nota 1 às fls. 02 deste Relatório), já teria se manifestado no sentido de não se opor à Incorporação de Ações, operação prevista no Acordo de Investimento do qual é uma das signatárias, razão pela qual não haveria, a princípio, que se falar em direito de retirada daquela companhia em decorrência da Incorporação de Ações;
- b. o estatuto social da Braskem não prevê a determinação do valor do reembolso a valor econômico, pelo que os acionistas da Companhia dissidentes com direito de retirada receberiam o valor patrimonial de suas ações; e
- c. o eventual direito de retirada poderia se dar apenas pelos acionistas da Incorporadora, titulares de ações ordinárias e preferenciais classe 'B', uma vez que, em sua grande maioria, seus acionistas são detentores de ações preferenciais classe A, que atende aos critérios de liquidez e dispersão previstos no art. 137, II da LSA.

Em decisões relativas a consultas envolvendo o artigo 264 da Lei nº 6.404/76, membros do Colegiado da CVM apresentaram manifestações de voto considerando, entre outros, a ausência de minoritários a serem protegidos em ambas as sociedades envolvidas, ou sua concordância com as condições propostas para a operação.

Dentre os casos apreciados pelo Colegiado, destacam-se os seguintes:

- a. Processo CVM nº RJ/2005/8293 - requerimento feito pela Gafisa S.A. no bojo de processo de reestruturação societária que envolveu a incorporação, pela Gafisa, da Urucari Participações Ltda. O Colegiado manifestou entendimento no sentido de que "a operação será aprovada pela totalidade dos acionistas e que o direito previsto no art. 264 é disponível e a informação e natureza da informação a ser dispensada é conhecida por esses acionistas, na ausência de manifestação desses acionistas, a CVM não exigirá a divulgação do laudo de avaliação previsto no art. 264";
- b. Processo CVM nº RJ/2007/10687 – pedido de dispensa de apresentação de laudo de patrimônio líquido a preços de mercado na operação de incorporação de Lupatech-MNA Investimentos e Participações Ltda. pela sua controladora, Lupatech S.A. O Relator considerou que, conforme alegado, o único acionista minoritário da incorporada já havia se manifestado favoravelmente à operação, o que aproximava o caso dos outros precedentes, nos quais não havia interesses de minoritários da incorporada a serem tutelados, transformando em mera formalidade a exigência do art. 264 da Lei 6.404/76; e
- c. Processo CVM nº RJ/2007/15026 – consulta formulada pela empresa Centennial Asset Participações Amapá S/A relativa à sua cisão parcial e à transferência de parcela cindida de seu patrimônio para o seu acionista controlador Cliffs International. O Relator observou que, no caso em análise, todos os acionistas da empresa cindida concordaram com a operação, não havendo a quem proteger com a adoção do critério de valor de mercado. Assim, não existindo bem jurídico a ser tutelado, se justificaria a não atuação da CVM no sentido de vir a exigir a elaboração do laudo de avaliação a preços de mercado previsto no artigo 264 da lei societária.

Em linha com outros precedentes analisados pelo Colegiado e considerando que Petrobras e BNDESPAR (vide Nota 1 às fls. 02 deste Relatório) são investidores que possuem expertise e qualificação para avaliar o investimento, entendo que não haveria, no caso concreto, justificativa para a atuação da CVM no sentido de proteger interesses dos acionistas minoritários da companhia incorporada, caso os citados investidores manifestem concordância com a operação.

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

Atenciosamente,

Oscar Augusto Leite de Barros Junior

Analista GEA-4

De acord,

Elaine Moreira Martins de La Rocque

Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

Em exercício

De acord,

Elizabeth Lopez Rios Machado

Superintendente de Relações com Empresas

[1] Vale mencionar a possibilidade de, até a data da assembléia geral da Quattor que deliberará sobre a Incorporação de Ações, o BNDES Participações S.A. – BNDESPAR (BNDESPAR) se tornar acionista da Quattor, em razão da renegociação das obrigações assumidas pela Braskem frente ao BNDESPAR, decorrente da opção de venda das ações da Rio Polímeros, outorgada na forma do contrato de compra e venda de ações e outras avenças celebrado em 15 de janeiro de 2008. Contudo tal evento, caso concretizado, não alterará em nada os fatos e argumentos expostos nesta carta.

[2] E o BNDESPAR, se for o caso, conforme Nota 1.

[3] Tal como o BNDESPAR, se for o caso.