

Requerente: Springs Global Participações S.A.

Assunto: Autorização para, em incorporação de controlada por controladora, apresentar os laudos exigidos pelo art. 264 da Lei n.º 6.404/1976 elaborados com base no critério do patrimônio líquido contábil.

Diretor: Otavio Yazbek

Relatório

I. Objeto

1. Trata-se de requerimento apresentado pela Springs Global Participações S.A. ("Springs Global" ou "Requerente") com o objetivo de obter autorização para que, no âmbito da incorporação da sua controlada Springs e Rossini Participações S.A. ("Springs Rossini"), os laudos de avaliação previstos no art. 264 da Lei n.º 6.404, de 15.12.1976^[1], sejam elaborados com base no critério do patrimônio líquido contábil.

II. Operações Subjacentes

2. Em 3.4.2009, a Requerente divulgou fato relevante informando que celebrou contrato com o fim de, após a implementação de algumas condições contratuais, adquirir uma participação de aproximadamente 65% do capital social da MMartan Têxtil Ltda. ("MMartan"). Uma parte deste investimento seria adquirida diretamente pela Springs Global e outra adviria da subscrição, pela Springs Global, de quotas emitidas por ocasião de aumento de capital da MMartan.
3. Em 5.5.2009, foi divulgado novo fato relevante, informando que, após a implementação das condições previstas no contrato acima mencionado, a Springs Global passou a ser titular de uma participação de aproximadamente 64,7% no capital social da Springs Rossini que, por sua vez, passou a ter como único ativo a totalidade das quotas da MMartan.
4. Já em 12.8.2011, a Requerente informou que celebrou novo contrato com o fim de se tornar titular direta de 100% das quotas de emissão da MMartan. Segundo os termos deste novo fato relevante, a operação será implementada em duas etapas. Na primeira delas, a Requerente adquirirá 19,98% das ações de emissão da Springs Rossini, pagando aos titulares R\$ 30.000.000,00 e tornando-se, assim, detentora de uma participação correspondente a 84,69% do capital social da Springs Rossini.
5. Na segunda etapa da operação, a Springs Global incorporará a Springs Rossini, passando a deter diretamente a totalidade das quotas de emissão da MMartan (já que o patrimônio da Springs Rossini é aparentemente composto pelas quotas de emissão da MMartan e por algum endividamento). Nesta operação os atuais acionistas da Springs Global serão diluídos em 3,48%, uma vez que os então acionistas da Springs Rossini deverão receber 5.000.000 ações de emissão da incorporadora.

III. Autuação

6. Em 4.11.2011, a Requerente protocolou expediente na CVM, requerendo autorização para que, na incorporação acima mencionada, fosse "*substituído o critério previsto no art. 264 da Lei 6.404/76 pelo critério de patrimônio líquido contábil para fins da elaboração dos laudos exigidos por referido dispositivo legal*". Argumentou, basicamente, que:
 - i. no momento da Incorporação, a Springs Global já será titular da quase totalidade das ações da Springs Rossini, uma companhia fechada, cujos acionistas "*já registraram sua concordância com a Incorporação*";
 - ii. a eventual necessidade de elaborar laudos para avaliar o patrimônio líquido a valor de mercado fará com que a Requerente incorra em elevado custo que, no seu entender, é desproporcional ao valor informacional que este laudo representará aos seus acionistas;
 - iii. a diluição dos acionistas da Requerente em decorrência da Incorporação será "*irrisória e irrelevante*"; e

- IV.** a CVM já se manifestou favoravelmente ao uso do critério contábil para atender ao disposto no art. 264 da lei acionária em situações semelhantes, onde uma companhia aberta incorporava companhia fechada (ou as ações de emissão de companhia fechada), tendo esta pequeno porte em relação àquela^[2].

7. A Superintendência de Relação com Empresas ("SEP"), após indagar a Requerente sobre o critério para fixação do valor a ser pago pelas ações da Springs Rossini e sobre o método utilizado na determinação da relação de troca aplicável à incorporação objeto deste processo, manifestou-se, por meio do RA/CVM/GEA-4/N.º 81/11 (fls. 14-20) e do MEMO/CVM/SEP/GEA-4/N.º 165/11 (fl. 21), ambos de 8.12.2011, no sentido de que:
 - i. a prerrogativa conferida à CVM no art. 264 da Lei n.º 6.404/1976 não se aplica ao presente caso, "*uma vez que se trata de incorporação de companhia fechada por companhia aberta e o artigo atribui esta prerrogativa à CVM 'nos casos de companhias abertas'*", também não se aplicando o disposto na Deliberação CVM n.º 559, de 18.11.2008, porque as sociedades envolvidas têm acionistas minoritários;
 - ii. de toda forma, não parece justificável uma atuação da CVM com o fim de exigir a apresentação dos laudos a preços de mercado. Os benefícios proporcionados por esses laudos não são proporcionais aos custos correspondentes, uma vez que:
 - a. os acionistas minoritários da controlada concordaram com os termos da operação, pelo que (1) não haverá exercício de recesso e (2) os laudos terão uma função meramente informativa; e que
 - b. embora se trate de incorporação de companhia controlada, os termos da operação foram, aparentemente, negociados entre o controlador e os acionistas minoritários da Springs Rossini^[3], o que serviria como indício da comutatividade da operação.

8. Foi, então, o processo encaminhado para o Colegiado em 15.12.2011 (fl. 22), tendo sido sorteado o relator em 20.12.2011 (fl.23).

É o relatório.

Voto

1. O pleito sob análise, como destacado pela área técnica, não corresponde propriamente à autorização referida na parte final do art. 264. Isso não significa, porém, que ele não deva ser provido.
2. Afinal, o Colegiado da CVM já, em outras ocasiões, manifestou-se no sentido de que, independentemente desta autorização, pode haver casos em que, em razão de especificidades diversas, "*não se justificaria qualquer atuação da CVM no sentido de exigir o cumprimento desse artigo*".
3. É sob este enfoque que passo a analisar o pedido formulado. E, se de um lado, não há que se falar em proteção aos acionistas da incorporada (seja porque se trata de companhia fechada, seja porque eles "*já registraram sua concordância com a Incorporação*"), de outro, não há como negar a existência de acionistas minoritários da incorporadora, os quais, a partir da implementação da operação, terão suas respectivas participações societárias diluídas.
4. Esta proteção, é bom que se lembre, independe da existência do direito de recesso – ainda que os acionistas da incorporadora não tenham, de acordo com a lei acionária, direito de recesso em caso de incorporação de sociedade, as novas informações que se deve produzir servem para a comparação da relação de troca proposta e, assim, à legitimação que o legislador julgou necessária para as operações previstas no art. 264.
5. Ainda assim, porém, há casos em que, aos olhos da CVM, a legitimação proporcionada pelo procedimento previsto e regulamentado no art. 264 da Lei n.º 6.404/1976 não se justifica. Os custos associados à elaboração dos laudos exigidos pelo art. 264 não são pequenos e os benefícios, a depender das particularidades dos casos concretos, podem ser irrelevantes.
6. Essa ausência de justificativa tanto ficou clara que se editou a Deliberação CVM n.º 559/2008, outorgando à SEP competência para lidar diretamente com a questão em algumas situações. Mas os casos previstos naquela deliberação não são os únicos em relação aos quais o Colegiado julgou não se justificar a atuação no sentido de exigir o cumprimento do disposto no art. 264 da Lei.
7. Assim, por exemplo, quando da apreciação do Processo CVM n.º RJ 2010/17233 (julgado em 20.12.2010), o Colegiado decidiu que "*não se justificaria qualquer atuação da CVM no sentido de exigir o cumprimento do disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/76, tendo em vista as informações constantes dos autos sobre as características da incorporação, notadamente que (i) os termos e condições da incorporação foram negociados quando as duas companhias eram independentes, sem qualquer vínculo societário ou contratual, (ii) o laudo de avaliação dos patrimônios líquidos das companhias a preços de mercado teria uma relevância meramente informacional, visto que a aprovação da incorporação não ensejará direito de recesso em favor dos acionistas dissidentes, e (iii) não foi vislumbrado qualquer prejuízo ao mercado*".
8. Ainda sobre esse assunto, cabe retomar os precedentes mencionados pela Requerente. Nos Processos CVM n.º RJ 2010/16879, RJ 2010/11451 e RJ 2009/6414 (julgados, respectivamente, em 28.12.2010, 10.8.2010 e em 29.9.2009), o Colegiado entendeu que não se justificaria a atuação da CVM no sentido de exigir o cumprimento do disposto no referido artigo ante as características das operações analisadas. E, dentre essas características, pode-se apontar que: (i) a incorporadora, no momento imediatamente anterior à incorporação, era titular da quase a totalidade da participação societária da incorporada; e que (ii) a operação acarretava uma pequena, senão irrisória, diluição da participação dos acionistas da incorporadora.
9. O caso ora em exame parece-me reunir as principais características dos precedentes apontados nos dois parágrafos anteriores. Assim, ainda que, aqui, a negociação tenha se dado quando, pelo menos formalmente, os sujeitos envolvidos já integravam os quadros da sociedade controlada, e que, após a operação, eles manterão, no mínimo, uma relação societária, o que me parece relevante é, em especial, a natureza da negociação que, no âmbito de uma operação como a do presente caso, levou à definição da relação de troca. Ademais, não se tem notícia de qualquer fato que possa atentar contra a suposta comutatividade da relação de troca negociada.
10. Por esse motivo, e porque os benefícios decorrentes da eventual elaboração de laudos não parecem compatíveis com os custos relacionados à elaboração dos laudos de avaliação exigidos no art. 264 da Lei n.º 6.404/1976, não vejo porque, aqui, se justifique a atuação da CVM em exigir a elaboração daqueles.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 20 de março de 2012.

Otávio Yazbek

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] Cf. Processo CVM n.º RJ 2010/16879, julgado em 28.12.2010 (referente à incorporação da York S.A. Indústria e Comércio pela Hypermarchas S.A. após esta ter adquirido 99,136% do capital social daquela), Processo CVM n.º RJ 2010/11451, julgado em 10.8.2010 (referente à incorporação da Sapeka Indústria e Comércio de Fraldas Descartáveis S.A. também pela Hypermarchas S.A. e após esta ter adquirido 59,5% do capital social daquela) e Processo CVM n.º RJ 2009/6414, julgado em 29.9.2009 (referente à incorporação do Besc Financeira S.A. – Crédito, Financiamento e Investimentos pelo Banco do Brasil S.A. que, no momento da operação, era titular de 99,58% do capital da sociedade a ser incorporada).

[3] Para subsidiar seu entendimento, a SEP remeteu à posição adotada pelo Colegiado quando da análise do Processo CVM n.º RJ 2010/4016 (julgado em 15.6.2010). Nesta oportunidade, ao tratar de incorporação de ações que havia sido negociada enquanto Braskem S.A. e Quattor Participações S.A. ainda eram partes independentes, o Colegiado decidiu não ser justificável a atuação da CVM com o fim de exigir a elaboração dos laudos a preços de mercado. Vale destacar, porém, que tanto a manifestação da área técnica, como a ata da reunião do Colegiado não incluíram expressamente, dentro das respectivas razões de decidir, a existência de uma negociação entre partes independentes.

[4] Cf., exemplificativamente, o Processo CVM n.º RJ 2005/2597, julgado em 3.5.2005.