



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARA: GEA-1
DE: Livia Skora Cataldo de Castro

RA/SEP/GEA-1/n.º 61/2015
Data: 18/06/2015

**Assunto: Consulta – Companhia Aberta - Deliberação CVM n.º 559/2008
BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.
Processo CVM n.º RJ-2015-3074**

Senhor Gerente em Exercício,

1. Trata-se de consulta protocolada nesta Autarquia por BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A. (“Brasil Brokers” ou “Companhia”), no dia 08.04.2015, solicitando à Superintendência de Relações com Empresas – SEP a (i) dispensa de aplicação do art. 264 da Lei n.º 6404/1976 e dos arts. 2º e 12 da Instrução CVM n.º 319/1999, em operações de incorporação de controladas, e (ii) a não aplicação do art.137da Lei n.º 6404/1976, pelos seguintes fatos e fundamentos.

I – HISTÓRICO

2. Em 08.04.2015, a consulente protocolou o pedido em referência, nos seguintes principais termos (Fls. 1 a 16):

I. Síntese da operação

a) A Brasil Brokers cogita realizar a incorporação de diversas sociedades limitadas ou anônimas fechadas (“operação”), cujas ações/quotas correspondentes a 99,99% do capital social são de sua propriedade (“controladas”). Isto significa que apenas 0,01% das quotas/ações das controladas é detida por sócios minoritários, conforme demonstra o organograma da companhia (pág. 16);

b) Considerando o atual cenário econômico, a companhia acredita que a operação seria um importante meio para a redução dos custos operacionais do grupo e incremento das sinergias, já que a atividade atualmente exercida pelas controladas passará a ser executada diretamente pela companhia, reduzindo-se a quantidade de sociedades envolvidas na estrutura societária, gerando significativo corte de despesas. Além disso, a incorporação permitirá o melhor aproveitamento das sinergias existentes entre as sociedades, o que se espera trazer impactos financeiros positivos para a Brasil Brokers, beneficiando, assim, seus acionistas e o mercado em geral;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

c) Ao final do processo de incorporação, que poderá ser realizado em etapas, as controladas serão extintas e a companhia será a sucessora de todos os direitos e obrigações das sociedades incorporadas, passando a explorar, também diretamente, as atividades no setor imobiliário. Com efeito, a companhia pretende acrescer o meio de exploração do seu objeto social, de modo que possa atuar no ramo imobiliário de forma direta, e não apenas por meio de participação em outras sociedades. Em outras palavras, a companhia deixaria de ser uma holding pura para ser uma holding mista;

d) Por se tratar de incorporação envolvendo sociedades controladas – nenhuma delas, frise-se, uma companhia com ações negociadas em bolsa ou mercado de balcão – por companhia aberta, via de regra aplica-se o previsto no art. 264 da Lei n.º 6404/1976, bem como as disposições estabelecidas na ICVM 319. Tendo em vista as características e particularidades que permeiam a operação, a companhia apresenta o presente pedido de dispensa de utilização de critério a que alude o art. 264 da Lei n.º 6404/1976 e de aplicação dos arts. 2º e 12 da ICVM 319, na incorporação pela Brasil Brokers de suas controladas, com posterior submissão da matéria ao Colegiado. Adicionalmente, a companhia solicita à SEP que manifeste sua opinião sobre a não aplicação do direito de recesso em virtude de alteração da redação do objeto social da companhia, que passaria a comportar, também, a exploração direta das atividades previstas em seu estatuto social.

II. Autorização para dispensa do art.264 da Lei n.º 6404/1976

e) O art. 264 da Lei n.º 6404/1976 prevê que na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificativa apresentada à assembleia deverá conter, além das informações previstas no art. 224 e 225 daquela lei, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações de ambas as companhias a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela CVM;

f) A *ratio* do citado dispositivo é fornecer maior proteção aos acionistas minoritários dissidentes da controlada, através da disponibilização de outro critério de avaliação para que possam compará-lo com a relação de troca prevista no protocolo de incorporação. Com efeito, fica assegurado a estes o direito de se retirarem da sociedade, caso assim desejem, optando pelo reembolso calculado com base no critério previsto no art.45 da Lei n.º 6404/1976 ou no critério alternativo determinado pelo art. 264 da Lei do anonimato, a seu critério;

g) Ocorre que, no presente caso, inexistente uma base de sócios minoritários a ser tutelada. A adoção de um critério comparativo, no caso da operação, beneficiaria apenas sócios minoritários titulares de 1 (uma) única quota/ação representativa do capital social de cada uma das controladas, percentual este sem representatividade. Vale ressaltar que a única razão da utilização desta estrutura de capital nas controladas da companhia é permitir a pluralidade legal de sócios, a qual é atingida conferindo uma única quota aos respectivos minoritários, que, por sua vez, atuam, inclusive, como administradores (seja da Brasil Brokers, seja das investidas), razão pela qual, em sua maioria, assinarão, enquanto representantes legais, o protocolo e justificativa das incorporações, o que denota sua



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

aquiescência com a operação pretendida. Assim, a despeito de formalmente existir uma maioria social, em termos práticos esta inexistente, dado que, como mencionado, a titularidade da participação pelo minoritário tem como objetivo, tão somente, viabilizar a mandatária pluralidade de sócios.

h) Some-se a isso o fato de que os custos de contratação de laudo de avaliação de patrimônio líquido a valor de mercado são extremamente elevados, não se justificando tamanho acréscimo de despesa para a companhia com a realização da operação, vis-à-vis o insignificante universo dos beneficiados pela aplicação da norma.

i) Para corroborar os argumentos acima mencionados, vale destacar a decisão proferida pelo Colegiado, no âmbito do processo CVM nº RJ-2005-2597, na qual foi autorizada a incorporação da sociedade anônima fechada, Companhia Brasileira de Bebidas – CBB, pela Companhia de Bebidas das Américas – AMBEV, com base nos respectivos valores contábeis sob o argumento de que *“o desequilíbrio entre as estimativas de custos de elaboração de laudo de avaliação a preços de mercado (cerca de R\$500.000,00, segundo a companhia) e o potencial valor do desembolso por conta do direito de retirada (R\$4.161,28, segundo a companhia) aliado ao fato de praticamente inexistirem minoritários em CBB a serem protegidos justificariam autorização para confrontar os patrimônios das sociedades incorporadora e incorporada com base nos respectivos valores patrimoniais contábeis”*.

j) Além das razões já mencionadas, a elaboração do laudo de avaliação a valor de mercado também seria dispensável pelo simples fato de os sócios minoritários das controladas não estarem sob a tutela da CVM, já que se tratam de sociedades limitadas ou sociedades anônimas fechadas, conforme o caso. Com efeito, inexistiria interesse público a ser tutelado, consoante entendimento proferido em diversas decisões do colegiado. Esse posicionamento, vale lembrar, é pacífico em toda a Autarquia, como se extrai do processo CVM nº RJ-2011-12978, conforme a seguir:

“A prerrogativa conferida à CVM no art. 264 da lei nº 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 nº559, de 18.11.2008, porque as sociedades envolvidas têm acionistas minoritários;

De toda forma, não parece justificável uma atuação da CVM com o fim de exigir a apresentação dos laudos a preço de mercado. Os beneficiários proporcionados por esses laudos não são proporcionais aos custos correspondentes (...)”

k) Diante do exposto, e considerando que a Operação se reveste de todas as características que embasaram, historicamente, a posição desta Autarquia quanto à não aplicação do art.264 da lei nº 6.404/1976, inexistem dúvidas de que não se justifica atuação da CVM no sentido de vir a exigir elaboração de laudos a preços de mercado, tendo em vista que (i) as sociedades incorporadas não são companhias abertas, e, portanto, seus sócios não estão sob a tutela da CVM, e (ii) o percentual de participação dos minoritários no capital das



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

controladas é ínfimo, tornando os custos para a elaboração de critério alternativo de comparação extremamente elevados e desproporcionais aos benefícios que seriam gerados.

III. Dispensa de aplicação dos arts. 2º e 12 da ICVM 319

l) A ICVM 319 dispõe sobre os procedimentos que devem ser observados em operações de incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhias abertas. A referida instrução institui determinadas obrigações que visam precipuamente aumentar o grau de informação ao mercado em geral. Não obstante, tais determinações têm como efeito onerar as companhias envolvidas, em decorrência de custos adicionais de elaboração e publicação dos referidos documentos e informações.

m) Nessa esteira, o art. 2º da ICVM 319 prevê que as condições de incorporação envolvendo companhia aberta deverão ser comunicadas à CVM e às bolsas de valores, bem como publicadas em jornais de grande circulação, em até 15 (quinze) dias da data de realização da assembleia que irá deliberar sobre o respectivo protocolo. Tal comunicado deverá conter, no mínimo, as informações mencionadas no parágrafo primeiro do citado artigo.

n) No caso em tela, considerando que praticamente inexistem acionistas minoritários a serem protegidos, já que apenas 0,01% do capital social das controladas são detidos por terceiros, bem como que as sociedades a serem incorporadas não possuem ações negociadas, não se justifica a publicação de comunicado nos moldes do art.2º da ICVM 319.

o) Ademais, os custos para a publicação seriam bastante elevados vis-à-vis os benefícios gerados aos seus destinatários. Nessa linha, o colegiado acatou o pedido formulado pela Andrade Gutierrez Concessões S.A. e dispensou a publicação do comunicado previsto no art.2º da ICVM 319, acompanhando a manifestação da SEP acerca da desproporção entre o ônus envolvido e o ganho dos acionistas decorrentes da disponibilização de tais informações, que seriam disponibilizadas no site da CVM.

p) Tampouco se justifica exigir que as demonstrações financeiras das sociedades controladas sejam auditadas por empresa de auditoria independente, conforme prevê o art.12 da ICVM 319. Isto porque as participações detidas pela Brasil Brokers em suas controladas já estão refletidas em suas demonstrações financeiras consolidadas, apresentadas regularmente, as quais, por sua vez, são auditadas de acordo com as normas da CVM. Tal entendimento vem sendo utilizado consistentemente pela Autarquia para afastar a aplicação do art.12 da ICVM 319 em casos análogos ao presente, consoante os processos CVM nº RJ-2008-3015, RJ-2010-13002, RJ-2012-4338 e RJ-2011-4880.

q) Assim, com base nas particularidades que permeiam a operação, notadamente: (i) a irrelevante participação dos sócios minoritários no capital social das controladas; (ii) a desproporcionalidade entre os custos envolvidos e os benefícios que tais procedimentos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

gerariam aos acionistas minoritários; (iii) a inexistência de interesse a ser tutelado, tendo em vista que as sociedades controladas são sociedades limitadas ou anônimas fechadas; e (iv) o fato da participação das controladas já estarem refletidas nas demonstrações financeiras da Brasil Brokers, não há razões para que as dispensas de aplicação do art. 2º e 12 da ICVM 319 não sejam concedidas.

IV. Não aplicação do art. 137 da Lei 6.404/76

r) A LSA estabelece que os acionistas que dissintirem de determinadas deliberações poderão se retirar da companhia mediante reembolso de suas ações. Considerando o caráter institucional das sociedades anônimas, notadamente aquelas com valores mobiliários negociados em Bolsa, o direito de recesso se justifica na medida em que busca conciliar os interesses da sociedade e dos acionistas individuais, ao admitir o direito potestativo de acionistas dissidentes de determinadas deliberações assembleares se retirarem da companhia.

s) Por representar um direito do acionista que a companhia tem a obrigação legal de se sujeitar, e que implica no desembolso de recursos da empresa (em prejuízo das atividades sociais) para pagamento de determinados sócios, é entendimento pacífico, aqui e alhures, que o direito de recesso deve ser tratado e interpretado de modo restritivo. Nesse sentido, a LSA elenca o rol taxativo de matérias que ensejam o direito de recesso ao acionista dissidente. Em linhas gerais, restringe-se tal faculdade às hipóteses em que restem reduzidos os direitos de participação ou alterada, profundamente, a forma de organização da companhia. Dentre essas está a mudança do objetivo social, nos termos do art.136, inciso VI, da LSA.

t) O objeto social permite aos investidores ter conhecimento do ramo de atividade econômica desenvolvida pela sociedade e seus fatores de riscos, influenciando sua decisão de subscrever ou adquirir ações de determinada companhia. Nesse sentido, a modificação do objeto é deliberação de suma relevância para os acionistas, na medida em que pode representar uma profunda alteração nos negócios e atividades da companhia, rompendo com os fundamentos originais que embasaram a decisão do investidor de adquirir ações de sua emissão, alterando, assim, a matriz de risco originalmente assumida pelo acionista.

u) De forma uníssona, a melhor doutrina vem, já de longa data, se posicionando no sentido de admitir o exercício do direito de retirada, com fulcro no inciso VI do art.136 da LSA, nos casos em que a modificação do objeto social seja substancial, de forma que passe a sociedade a atuar em outro ramo de negócios, implicando em alteração do risco empresarial assumido pelo acionista, conforme leciona Nelson Eizirik.

v) Nesse mesmo sentido, o ex-Presidente da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano, assevera que o direito de recesso só deve ser conferido quando a mudança no objeto social implicar em alteração no ramo de negócios desenvolvidos pela companhia, conforme se extrai da passagem a seguir:

“Segundo entendo, à vista de interpretação lógica dos propósitos que levaram o legislador a admitir o exercício, pelos minoritários, de direito potestativo que lhes assegura a retirada da companhia, mediante o reembolso do valor de suas ações, é fundamental, para que se possa caracterizar uma mudança no objeto da companhia que ela altere, troque, modifique, a sua atividade, isto é, a que a companhia, que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

até determinado instante explora determinada empresa (ou ramo de negócios), passe a explorar, empresa de natureza absolutamente diversa, ou seja, que ela mude de ramo de negócios.” (grifamos)

w) Com efeito, eventuais alterações do objeto social que não representem uma verdadeira mudança da atividade empresarial explorada – tais como aquelas que meramente alteram ou acrescem a forma de exploração daquele mesmo ramo – não devem ensejar o direito de retirada dos acionistas dissidentes, em sacrifício das finanças sociais.

x) A CVM já teve a oportunidade de se manifestar sobre questões envolvendo a aplicabilidade do direito de recesso em decorrência da mudança de objeto social, como se extrai do voto do ex-Diretor Luiz Sampaio Campos, no âmbito do PAS RJ-2003-5457, o qual enfrentou, no campo teórico, as modificações do objeto social que ensejariam o direito de retirada, concluindo que a mera alteração na forma de exploração do objeto não seria capaz de provocar o recesso, *in verbis*:

“A doutrina traz várias hipóteses de alteração do objeto social, inclusive aquela referida como alteração de meio, para esclarecer que o objeto social é o gênero da atividade econômica e pode ser explorado e perseguido de diversas formas, e que a alteração da forma de exploração desse objeto ou mesmo a sua substituição não exige a modificação do objeto social. (...)

Quanto à questão da intensidade da alteração do objeto social para autorizar o direito de recesso, não receio em afirmar que a posição prevaiente é esta última, que exige a mudança-substituição do objeto social.

De fato, não é qualquer alteração do objeto social que autoriza o direito de retirada, que, como se sabe, é medida excepcional, no regime das sociedades anônimas.

Daí que não procede a informação de que qualquer alteração no objeto social enseja o direito de recesso.” (grifamos)

y) No caso objeto da presente consulta, após a implementação da operação, a Brasil Brokers expandirá sua forma de exploração das atividades imobiliárias, passando a fazê-lo tanto direta quanto indiretamente, esta última já prevista em seu estatuto social. A eventual alteração do objeto social da companhia, de modo a permitir sua exploração direta, em hipótese alguma pode configurar uma mudança substancial na finalidade social que enseje o direito de retirada, na medida em que a Brasil Brokers continuará atuando no mesmo ramo de negócios.

z) Vale esclarecer que tal possível mudança do objeto não imputará qualquer alteração no risco empresarial assumido pelos acionistas da companhia. Isto porque a companhia e suas controladas já estão sujeitas aos mesmos riscos do negócio, conforme menciona a sessão “*fatores de risco*” do formulário de referência da Brasil Brokers. Assim, caso a companhia passe a explorar a atividade imobiliária, também, de forma direta, os riscos a que os acionistas estarão sujeitos permanecerão rigorosamente inalterados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

aa) A possibilidade de exploração direta das atividades imobiliárias que, hoje são realizadas através de sociedades investidas representaria, em última análise, uma modificação na forma (e nem mesmo dos meios) de consecução do objeto social da Brasil Brokers.

bb) Nessa mesma linha, destacam-se as conclusões expostas por Paulo Cezar Aragão no parecer CVM/SJU/nº10/83, que, ao tratar das hipóteses de acréscimo das atividades descritas no estatuto social, admite que a complementação da atividade desenvolvida não representa a alteração do objeto para fins de exercício do direito de recesso assegurado pelo art.137 da LSA:

“A questão assume particular relevância na hipótese de atos que possam vir a confirmar a configurar expansão das atividades identificadas no estatuto social. Isso porque, como defende a jurisprudência, o desenvolvimento de atividades complementares da atividade principal definida estatutariamente ou a ela integradas, não configuraria alteração no objeto social.” (grifamos)

cc) Vale mencionar que a CVM analisou processo envolvendo o *drop down* de ativos realizado pela Light, pelo qual parte do seu acervo operacional (constituído pelos subsistemas de distribuição de energia elétrica) foi transferida para uma controlada (no caso, a Eletropaulo).

dd) Na hipótese da operação acima mencionada, a Light deixou de explorar a sua atividade de forma direta, passando a exercê-la de forma indireta, através de sua participação societária na Eletropaulo, em movimento societário inverso ao que a Brasil Brokers pretende realizar. Ao opinar acerca da incidência do direito de recesso na operação, a Superintendência Jurídica entendeu, por meio do Parecer CVM/SJU/nº59/81, que o objeto social está ligado à atividade econômica explorada e que o fato de o mesmo ser exercido indiretamente não representa, *de per si*, uma alteração do objeto social.

ee) Como visto, a alteração do objeto social da companhia, de modo a permitir, também, a exploração direta das atividades imobiliárias representa, tão somente, um mero acréscimo quanto à forma de consecução do objeto da Brasil Brokers, decorrente, tão somente, de reestruturação societária que se pretende implementar. A alteração do objeto da companhia não implica em qualquer alteração do risco assumido pelos investidores ao subscrever ou adquirir ações de sua emissão, seja por se tratar da mesma atividade desenvolvida pelas investidas, seja por ter sido amplamente divulgado ao mercado que a companhia está sujeita aos mesmos riscos de suas controladas.

ff) Diante dos argumentos acima, a companhia entende inaplicável o direito de recesso dos acionistas dissidentes de eventual deliberação que aprovar a referida mudança da redação do objeto social, permitindo que a mesma explore o setor imobiliário, também, de forma direta, e não apenas indiretamente.

V. Pedidos

gg) Diante de todo o acima exposto, a companhia solicita à SEP que se manifeste sobre:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- i. Dispensa, para fins da incorporação de suas controladas, de adoção do laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, previsto no art.264 da LSA;
 - ii. Dispensa de publicação de comunicado, nos termos do art. 2º da ICVM 319, com a publicação de fato relevante resumido, conforme previsto no art 3º, §4º da ICVM 358;
 - iii. Dispensa de realização de auditoria independente nas demonstrações financeiras das sociedades incorporadas, conforme previsto no art. 12 da ICVM 319; e
 - iv. Não incidência do direito de recesso previsto no art. 137 na LSA, em virtude da alteração da redação do objeto social da companhia, decorrente da possibilidade da mesma explorar diretamente aquela atividade que o faz indiretamente.
- hh) Após manifestação da SEP, solicita-se que os pedidos de dispensa previstos nos itens (i) a (iii) sejam apreciados pelo Colegiado.

II – ANÁLISE

3. A consulta em questão refere-se à incorporação, pela Brasil Brokers, de diversas sociedades controladas, todas elas limitadas ou anônimas fechadas, cujas ações/quotas correspondentes a 99,99% do capital social são de sua propriedade.
4. Para a realização da operação, a Brasil Brokers solicita dispensa da:
 - (i) elaboração de laudo 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, nos termos do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976;
 - (ii) publicação de comunicado, nos termos do art. 2º da ICVM 319, com a publicação de fato relevante resumido, conforme previsto no art 3º, §4º da ICVM 358;
 - (iii) de auditoria independente nas demonstrações financeiras das sociedades incorporadas, conforme previsto no art. 12 da ICVM 319; e
 - (iv) do direito de recesso previsto no art. 137 na LSA, em virtude da alteração da redação do objeto social da companhia, decorrente da possibilidade da mesma explorar diretamente aquela atividade que o faz indiretamente.
5. Nos termos do artigo 264 da Lei das Sociedades por Ações, nas operações de: (i) fusão da sociedade controlada com a sociedade controladora; (ii) incorporação da sociedade



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

controlada pela sua controladora; (iii) incorporação da sociedade controladora pela controlada; (iv) incorporação de ações de companhia controlada por sua controladora; e (v) incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sujeitas ao mesmo controle, o instrumento de justificação apresentado à assembleia geral deverá incluir 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.

6. Assim sendo, da análise desse artigo depreende-se que a proteção buscada pelo legislador, aparentemente, reside na apresentação de informações adicionais, aptas a influenciar a apreciação da operação e a tomada de decisão pelos demais acionistas das companhias envolvidas.

7. Portanto, um dos objetivos da norma seria informacional: conferir aos acionistas da sociedade incorporada e da sociedade incorporadora parâmetros concretos para a avaliação da relação de substituição adotada na operação.

8. Paralelamente, o art. 12 da Instrução CVM n.º319/1999 amplia o referido regime informacional ao exigir a auditoria independente das demonstrações financeiras que servirem de base para operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta.

9. Entretanto, como já reconhecido pelo Colegiado desta Comissão, existe a possibilidade de se conceder um tratamento diferenciado para as situações nas quais:

- (i) inexistam interesses de acionistas minoritários da incorporadora que necessitem de proteção; e
- (ii) exista um desequilíbrio evidente entre os custos de se cumprir com a aplicação integral das regras constantes na legislação societária e os benefícios oriundos do seu cumprimento.

10. Tal entendimento encontra-se em perfeita consonância com a lógica de aplicação do artigo 264 da Lei das Sociedades por Ações e com o bem jurídico tutelado pela norma, conforme entendimento pacífico da doutrina. Em verdade, a formalidade envolvida no cálculo da relação de substituição prevista no artigo 264 da Lei das Sociedades por Ações tem por única e fundamental razão proteger os acionistas não controladores contra atos abusivos e danosos do controlador por ocasião de um evento de incorporação, uma vez que, quando a operação se dá entre sociedades controladoras e controladas, não se verifica o caráter bilateral que assegura os interesses dos minoritários de ambas as companhias envolvidas, visto que o mesmo acionista controlador decide pelos dois lados da operação.

11. Analogamente, a exigência constante no artigo 12 da Instrução CVM n.º319/1999 não se justificaria em contextos nos quais inexistam minoritários que careçam de proteção em relação a seus direitos, uma vez que, diante da ausência do bem jurídico a ser tutelado, a aplicação na íntegra da Instrução CVM n.º319/1999 não adicionaria vantagens aos destinatários da norma e ao mercado como um todo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

12. Isto posto, considerando tão somente os elementos trazidos na consulta (item g), verifica-se que há apenas sócios minoritários titulares de 1(uma) única quota/ação representativa do capital social de cada uma das controladas, percentual esse sem representatividade.

13. Conforme informado pela companhia, a única razão da utilização desta estrutura de capital nas controladas da companhia é permitir a pluralidade legal de sócios, a qual é atingida conferindo uma única quota aos respectivos minoritários, que, por sua vez, atuam, inclusive, como administradores (seja da Brasil Brokers, seja das investidas), razão pela qual, em sua maioria, assinarão, enquanto representantes legais, o protocolo e justificação das incorporações, o que denota sua aquiescência com a operação pretendida.

14. Apesar de formalmente existir uma maioria social, em termos práticos esta inexistente, dado que, como mencionado, a titularidade da participação pelo minoritário tem como objetivo, tão somente, viabilizar a mandatária pluralidade de sócios.

15. Por sua vez, com relação aos laudos de avaliação a preços de mercado, previstos no artigo 264 da Lei, cabe mencionar que o percentual de participação dos minoritários no capital das controladas é ínfimo (0,01%), tornando os custos para a elaboração de critério alternativo de comparação extremamente elevados e desproporcionais aos benefícios que seriam gerados.

16. Ademais, não haverá modificação relevante no patrimônio líquido (já que os patrimônios líquidos das incorporadas já estão 99,9% refletidos no patrimônio líquido da Brasil Brokers em decorrência da aplicação do método da equivalência patrimonial).

17. Por essas razões, tendo em vista tão somente os elementos trazidos na consulta, entendo que **não se justificaria a atuação da CVM no sentido de exigir a elaboração dos laudos previstos no artigo 264 da Lei nº 6.404/1976.**

18. Quanto à divulgação da operação, requer a Consulente, dispensa da comunicação a que se refere o artigo 2º da ICVM 319/99.

19. A respeito cabe esclarecer que, o Art. 2º da Instrução CVM Nº 319/99 estabelece que:

“Art. 2º Sem prejuízo do disposto na Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, as condições de incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhia aberta deverão ser comunicadas pela companhia, até quinze dias antes da data de realização da assembléia geral que irá deliberar sobre o respectivo protocolo e justificação, à CVM e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, assim como divulgadas na imprensa, mediante publicação nos jornais utilizados habitualmente pela companhia.” (grifo nosso)

20. Cumpre ressaltar que a Instrução CVM Nº 31/84 veio a ser revogada pela Instrução CVM Nº 358/02, que passou a ser o normativo a tratar sobre divulgação de ato ou



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

fato relevante por parte das companhias abertas, listando, inclusive, as situações que implicariam na divulgação de “Fato Relevante”:

“Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

[...]

VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas:

[...]” (grifo nosso)

“Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.”

21. Dessa forma, considerando tão somente as informações trazidas na consulta e as características presentes no caso concreto, o ganho informacional com a publicação de Fato Relevante, com o nível de detalhamento requerido pelo art. 2º da Instrução CVM Nº 319/99, poderia ser desproporcional ao custo envolvido, pelo que, a meu juízo, **não se justificaria a atuação desta Autarquia com o fim de exigir a publicação de fato relevante com as informações exigidas nos art. 2º da Instrução CVM nº 319/99.**

22. Por outro lado, entendo que **torna-se necessário que a companhia avalie a necessidade de divulgação de Fato Relevante nos termos dos artigos 2º e 3º da Instrução CVM Nº 358/02**, caso entenda que a operação pretendida possa influir de modo ponderável: (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

mobiliários; ou (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

23. Adicionalmente, com relação à auditoria das demonstrações financeiras da sociedade anônima, cabe destacar que não se justificaria exigir que as demonstrações financeiras das sociedades controladas sejam auditadas por empresa de auditoria independente, conforme prevê o art.12 da ICVM 319. Isto porque as participações detidas pela Brasil Brokers em suas controladas já estão refletidas em suas demonstrações financeiras consolidadas, apresentadas regularmente, as quais, por sua vez, são auditadas de acordo com as normas da CVM.

24. Desse modo, a auditoria das demonstrações financeiras das sociedades controladas representaria a assunção de custos adicionais (suportados por todos os acionistas da Companhia) desprovidos de benefícios que os pudesse justificar, em contraponto à busca pelo melhor interesse dos acionistas da Brasil Brokers, razão pela qual entendo que a atuação desta Autarquia **não se justificaria no sentido de exigir a auditoria independente dessas demonstrações para fins da incorporação**, conforme requer o artigo 12 da Instrução CVM n.º 319/1999.

25. Com relação ao último pedido da consulta da companhia, qual seja, não incidência do direito de recesso previsto no art. 137 na LSA, em virtude da alteração da redação do objeto social da companhia, decorrente da possibilidade da mesma explorar diretamente aquela atividade que o faz indiretamente, cabe esclarecer que, o art.136 e o art. 137 da Lei nº 6.404/1976 estabelecem que:

“Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:

[...]

VI - mudança do objeto da companhia;

[...]

Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

[...]”

26. No caso objeto da presente consulta, após a Brasil Brokers realizar a incorporação de diversas sociedades controladas, a companhia informa que expandirá sua forma de exploração das atividades imobiliárias, passando a fazê-lo tanto direta quanto indiretamente, esta última já prevista em seu estatuto social.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

27. Essa alteração do objeto social da companhia, de modo a permitir sua exploração direta, não deve ser considerada como uma mudança na finalidade social que enseje o direito de retirada, na medida em que a Brasil Brokers continuará atuando no mesmo ramo de negócios e sujeita aos mesmos riscos empresariais assumidos pelos acionistas da companhia, conforme informado na sua consulta.

28. Podemos extrair do voto do ex-Diretor Luiz Sampaio Campos, no âmbito do PAS RJ-2003-5457 (Fls. 18 à 22), a conclusão de que a mera alteração na forma de exploração do objeto não seria capaz de provocar o recesso, conforme transcrição abaixo:

“A doutrina traz várias hipóteses de alteração do objeto social, inclusive aquela referida como alteração de meio, para esclarecer que o objeto social é o gênero da atividade econômica e pode ser explorado e perseguido de diversas formas, e que a alteração da forma de exploração desse objeto ou mesmo a sua substituição não exige a modificação do objeto social.

[...]

Quanto à questão da intensidade da alteração do objeto social para autorizar o direito de recesso, não receio em afirmar que a posição prevaiente é esta última, que exige a mudança-substituição do objeto social.

De fato, não é qualquer alteração do objeto social que autoriza o direito de retirada, que, como se sabe, é medida excepcional, no regime das sociedades anônimas.

Daí que não procede a informação de que qualquer alteração no objeto social enseja o direito de recesso.

[...]”

29. Por fim, entendo que a alteração do objeto social da companhia, com o intuito de permitir, também, a exploração direta das atividades imobiliárias representa, tão somente, um mero acréscimo quanto à forma de consecução do objeto da Brasil Brokers, decorrente, da reestruturação societária que se pretende implementar. A alteração do objeto da companhia visa apenas incorporar em seu objeto social as atividades já desenvolvidas pelas suas controladas.

III – CONCLUSÃO

30. Diante de todo o exposto, e tendo por base tão somente os elementos trazidos na Consulta, com relação à incorporação, pela Brasil Brokers, de diversas sociedades controladas, cujas participações a companhia detêm 99,9% do capital social, nada tenho a obstar acerca dos pleitos da companhia, quais sejam:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (i) elaboração do laudo de avaliação do patrimônio líquido da Companhia e do patrimônio líquido dessas sociedades controladas a que se refere o art. 264 da Lei nº 6.404/76;
- (ii) comunicação a que se refere o art. 2º da Instrução CVM nº 319/99;
- (iii) auditoria independente das demonstrações financeiras das companhias controladas que servirem de base para a operação pretendida, nos termos do art. 12º da Instrução CVM nº 319/99;e

31. Ademais, em relação à publicação de Fato Relevante nos termos dos artigos 2º e 3º da Instrução CVM Nº 358/02, entendemos que é necessário que a companhia avalie a necessidade de divulgação, caso entenda que a operação pretendida possa influir de modo ponderável: (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

32. Quanto a não aplicação do direito de recesso previsto no art. 137 na LSA, em virtude da alteração da redação do objeto social da companhia, decorrente da possibilidade da mesma explorar diretamente aquela atividade que o faz indiretamente, entendo que a alteração do objeto social da companhia, com o intuito de permitir, também, a exploração direta das atividades imobiliárias poderia ser interpretada como um mero acréscimo quanto à forma de consecução do objeto da Brasil Brokers, decorrente, da reestruturação societária pretendida, tendo em vista que visa apenas incorporar em seu objeto social as atividades já desenvolvidas pelas suas controladas. Sendo assim, nada tenho a obstar sobre esse pleito.

33. Isto posto, sugerimos o envio do presente processo à Superintendência Geral, para posterior encaminhamento ao Colegiado, a fim de deliberar acerca do pedido ora analisado por esta área técnica

Atenciosamente,

LÍVIA SKORA CATALDO DE CASTRO
Analista Matrícula CVM n.º7.001.521

De acordo com o analista.
À SEP,

NILZA MARIA SILVA DE OLIVEIRA
Gerente de Acompanhamento de Empresas 1

De acordo.
À SGE,

FERNANDO SOARES VIEIRA



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendente de Relações com Empresas