



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Processo Administrativo nº RJ2013/7943

Reg. Col. 8970

Interessada: Sul América S.A.

Assunto: Pedido de reconsideração da decisão que analisou a consulta formulada pela Sul América S.A.

Diretor Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Relatório

1. Trata-se de pedido de reconsideração da decisão do Colegiado de 02/12/2014 (“Decisão”) apresentado por Sul América S.A. (“Sul América”, “Companhia” ou “Recorrente”), nos termos da Deliberação CVM nº 463/2003 (“Deliberação CVM 463”).
2. A Decisão analisou consulta da Companhia (“Consulta”) sobre a aplicabilidade do Pronunciamento Técnico Contábil CPC nº 15 (R1) – Combinação de Negócios (“CPC 15”) à aquisição de participação acionária da Sul América Capitalização S.A. (“Sulacap”) pela Sul América Santa Cruz Participações S.A., controlada pela Companhia (“Operação”).
3. Na ocasião, o Colegiado decidiu por unanimidade que (i) é possível, em tese, a adoção do método da compra descrito no CPC 15 para combinações entre entidades sob controle comum; e (ii) no caso concreto, a Companhia não poderia ter adotado os critérios previstos no CPC 15 para reconhecimento da Operação, determinando que fossem reapresentadas as suas informações contábeis divulgadas em 2013 com a baixa do ágio registrado na aquisição da Sulacap, mais valia e intangíveis em excesso ao valor contábil registrado pela controladora final anteriormente à Operação, com fulcro no art. 9º, inciso IV, da Lei nº 6.385/1976.
4. Após ser intimada, a Companhia apresentou pedido de reconsideração apontando supostos vícios na Decisão, cumulado com pedido de efeito suspensivo, solicitando que os efeitos da Decisão



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

fossem suspensos até a apreciação do pedido de reconsideração pelo Colegiado. O pedido de efeito suspensivo foi apreciado em reunião de 04/02/2015, tendo sido deferido pelo Colegiado até a efetiva apreciação do pedido de reconsideração.

5. A Companhia alega inicialmente que a Decisão não teria considerado a estrutura de controle da Companhia. Segundo a Recorrente, não seria o caso de controle comum, mas sim de controlador comum, uma vez que (i) o seu controle acionário era compartilhado entre a Sulasa Participações S.A. (“Sulasa”) e o ING Insurance International B.V. (“ING”), acionista que possuía amplos direitos, dentre eles o de eleger membros do Conselho de Administração; e (ii) a vendedora Saspar Participações S.A. (“Saspar”), por sua vez, era controlada isoladamente pela Sulasa, que detinha mais de 80% do seu capital votante.

6. O segundo vício refere-se ao fato de que a Decisão não teria considerado que praticamente todos os acionistas da Companhia eram titulares de *units* formadas por uma ação ordinária e duas ações preferenciais cada. Desse modo, um acionista não poderia votar em determinado sentido com parte de suas ações e, em sentido posto, com outra parte. Além disso, ainda que as ações preferenciais não tenham votado de fato, os titulares de ações preferenciais votaram por meio das ações ordinárias, de modo que, mesmo que se conferisse voto às ações preferenciais, o resultado seria o mesmo.

7. Nesse contexto, a Companhia alega que teriam sido disponibilizadas aos acionistas todas as informações exigidas pela regulamentação e reproduz opinião do advogado Marcelo Trindade, reafirmada em Parecer de julho de 2015 (“Parecer Jurídico”), no sentido de que o estudo preparado pelo Banco Morgan Stanley S.A. continha a maior parte dos elementos presentes em laudos de avaliação.

8. Em terceiro lugar, a Recorrente afirma que a Decisão teria deduzido que os advogados da Saspar na Operação não atuaram de forma independente, visto que representam a Companhia perante a CVM neste Processo. Nesse sentido, alegou que (i) o fato de um mesmo escritório de advocacia ter representado a vendedora e a Sulasa na Operação e, depois, assessorado a Companhia



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

em sua consulta à CVM, não retira a independência de sua atuação; e (ii) tendo em vista que a Companhia foi assessorada na Operação por outra banca, que jamais trabalhou para a Saspar ou Sulasa, conclui-se que o advogado da Companhia na Operação era independente em relação ao controlador comum.

9. A Recorrente também aduz que houve erro em relação à afirmação de que os diretores da Companhia foram eleitos indiretamente pelo controlador comum, principalmente porque a Sulasa não tinha o poder de, individualmente, eleger a maioria dos membros do Conselho de Administração, visto que dois membros eram eleitos pelo ING e quatro conjuntamente por Sulasa e ING, dos quais três se qualificavam como independentes.

10. Por fim, a Recorrente alega que a Decisão teria sido omissa (i) quanto a quais providências a Companhia poderia ter adotado para que a Operação pudesse ser considerada como independente; (ii) por não ter enfrentado a análise dos efeitos patrimoniais decorrentes da não aplicação do CPC 15 ao caso; e (iii) por não ter esclarecido as diferenças entre a Operação e o Caso Mahle que justificassem o tratamento diferenciado conferido.

11. Ante ao exposto, a Companhia requer que os supostos vícios na Decisão sejam sanados. Ademais, caso a Decisão seja mantida, a Companhia requer, à luz do princípio da eventualidade, que seja autorizada a publicação das demonstrações de 2014 com a conciliação das contas relativas a 2013, em substituição à rerepresentação das informações contábeis de 2013.

12. Posteriormente ao protocolo do pedido de reconsideração, em 06/07/2015, a Companhia juntou ao Processo o Parecer Jurídico, reforçando os pontos abordados em seu pedido de reconsideração.

É o Relatório.

Voto



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

13. Inicialmente, gostaria de destacar que, como já me pronunciei em outras ocasiões¹, as hipóteses de cabimento do pedido de reconsideração restringem-se à existência de fato novo que ampare a reavaliação da questão sob um novo contexto ou aos casos de erro, omissão, obscuridade ou inexatidões materiais na decisão, contradição entre a decisão e seus fundamentos, ou dúvida na sua conclusão, nos termos do inciso IX, da Deliberação CVM nº 463/2003.

14. Por esse motivo, o pedido de reconsideração não pode ser usado como foro para rediscussão de fatos e argumentos já anteriormente analisados pelo Colegiado quando de sua decisão ou como instrumento protelatório.

15. Posto isso, relembro que, nos termos da Decisão, alguns dos procedimentos adotados na aquisição da Sulacap pela Sul América não corresponderiam aos mesmos que prevaleceriam em uma transação entre terceiros independentes e que a operação não teria sido amparada pelo princípio do *arm's length* em toda a sua magnitude, de modo que não seria o caso de aplicação do método da compra descrito no CPC 15.

16. Meu convencimento foi calcado, principalmente, no fato de que (i) os assessores jurídicos e Diretores que participaram da operação não eram completamente independentes da Sulasa, acionista controlada comum; (ii) embora a Companhia afirme que seguiu o Parecer de Orientação CVM 35/2008 (“PO 35”) na íntegra, os acionistas preferencialistas não teriam participado da assembleia que aprovou a operação; e (iii) a submissão da transação à aprovação dos acionistas minoritários, por si só, não é garantia automática de uma operação independente, e ressaltei a elaboração de estudo em vez de laudo de avaliação para subsidiar a tomada de decisão e a ausência de informações sobre o aumento de capital na Sulacap.

17. Nesse contexto, a Companhia aponta, basicamente, sete supostos vícios na Decisão, sumarizados a seguir:

(i) Não teria sido analisada a estrutura de controle da Companhia;

¹ Cf. julgamento do pedido de reconsideração do PROC. SP2011/0269, em 10.06.2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (ii) Não teria sido considerado que praticamente todos os acionistas da Companhia eram titulares de *units* compostas por uma ação ordinária e duas ações preferenciais;
- (iii) A Decisão teria deduzido que os advogados da Saspar na Operação não atuaram de forma independente, apenas porque representaram a Saspar (vendedora) e a Sulasa (controladora comum) na Operação e, posteriormente, a Companhia neste Processo;
- (iv) A Decisão teria errado ao afirmar que os diretores da Companhia foram eleitos indiretamente pelo controlador comum;
- (v) Não teria sido esclarecido quais providências a Companhia poderia ter adotado para que a Operação pudesse ser considerada como independente;
- (vi) Não teria sido enfrentado os efeitos patrimoniais decorrentes da não aplicação do CPC 15 ao caso; e
- (vii) Não teriam sido esclarecidas as diferenças entre a Operação e o Caso Mahle que justificassem o suposto tratamento diferenciado conferido naquela ocasião pelo Colegiado.

18. Adicionalmente, a Companhia apresentou Parecer Jurídico, opinando que o estudo de avaliação apresentado continha a maior parte dos elementos presentes em laudos de avaliação e, portanto, seria adequado do ponto de vista informacional.

19. Quanto às questões elencadas pela Recorrente, concordo com o argumento de que, como os acionistas presentes à assembleia de 10/04/2013 eram titulares de *units*, compostas por ações ordinárias e preferenciais, de modo que, mesmo que se tivesse conferido voto às ações preferenciais, o resultado do referido conclave seria basicamente o mesmo.

20. No que diz respeito ao fato de a Decisão ter afirmado que os Diretores da Companhia foram eleitos indiretamente pelo controlador comum, a Recorrente esclarece que, segundo o Acordo de Acionistas em vigor à época, o Conselho de Administração era composto por nove membros, sendo três eleitos pela Sulasa, dois pelo ING e quatro pela Sulasa e ING em conjunto, dos quais três se



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

declaravam como independentes. Consequentemente, a Diretoria seria eleita por um Conselho de Administração majoritariamente composto pelo ING e membros independentes.

21. Embora reconheça que essa seja uma verdade, a opinião expressa na Decisão foi a de que, em abstrato, o controlador participa indiretamente da eleição dos Diretores, por meio do Conselho de Administração.

22. No caso concreto, o conselheiro de administração da Companhia Carlos Infante de Castro, eleito pela Sulasa, participou da eleição do então Diretor Vice-Presidente Corporativo e de Relações com Investidores, que, por sua vez, foi o responsável pela negociação da Operação pela Sul América. Referido conselheiro, na outra ponta, foi o responsável pela negociação da Operação pela vendedora, a Saspar, na qualidade de Diretor Presidente desta sociedade.

23. Nesse sentido, reafirmo o entendimento de que esse não é o cenário desejável para um a transação que se queira caracterizar como absolutamente independente e *arm's length*, pois proporciona uma situação de desequilíbrio competitivo na negociação entre sociedades sob controle comum.

24. No mais, com base em diversos precedentes dessa Casa², o Colegiado não está obrigado a se pronunciar explicitamente sobre todas as questões suscitadas pela Recorrente, bastando que a decisão seja devidamente motivada. Assim, se o julgador tiver encontrado argumentos suficientes que amparem o seu convencimento e decisão, não é necessário enfrentar todas as alegações da parte.

25. Em relação ao caso concreto, entendo que a Decisão foi suficientemente motivada, em linha com o princípio do livre convencimento motivado da autoridade julgadora, pelo que reputo desnecessária manifestação em relação às alegações de que não teria sido esclarecido quais providências a Companhia poderia ter adotado para que a Operação pudesse ser considerada independente; quais os efeitos patrimoniais decorrentes da não aplicação do CPC 15; e quais as diferenças entre a Operação e o Caso Mahle que justificassem o suposto tratamento diferenciado

² Por exemplo, PROC. RJ2013/10913, de 20.05.2014, e PROC. RJ2004/3601, de 24.05.2005.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

conferido naquela ocasião pelo Colegiado, porque, francamente, essa análise não é imprescindível para o deslinde do caso, não mudaria o rumo da Decisão, bem como remeto ao entendimento manifestado quanto aos demais itens.

26. De todo modo, gostaria de fazer alguns esclarecimentos. Primeiramente, conforme entendimento atual, o conceito de controle comum deve ser interpretado sob a perspectiva do controlador final do grupo. Inclusive são esses os termos da Consulta da Companhia, que solicita a confirmação sobre a possibilidade de aplicação do CPC 15 ao caso em questão, *“em que pese tratar-se de operação realizada entre empresas, indiretamente, sob controle comum”*.

27. Foi sob essa mesma ótica que a Operação foi comunicada aos acionistas da Caixa Capitalização S.A. (“Caixacap”)³, a Icatu Capitalização S.A. e Caixa Seguradora S.A., à Caixa Econômica Federal, além de à própria Caixacap (fls. 464 a 475). Nas respectivas ocasiões, foi reportado que tanto Saspar quanto a Companhia eram controladas pela mesma sociedade (a Sulasa), a qual por sua vez era controlada integralmente pela família Larragoiti, tratando-se de reorganização societária que não envolveria alteração direta ou indireta de controle da Sulacap.

28. Inclusive, tais notificações foram consideradas satisfatórias pela Companhia para efeitos da cláusula 2.3 (b) do contrato de compra e venda de ações da Sulacap, que exigia a anuência escrita dos demais acionistas da Caixacap (que fossem partes do Acordo de Associação) e da Caixa Econômica Federal para a transferência das ações da Sulacap.

29. Com efeito, no caso em tela, conforme esclarecido na decisão de 02/12/2014, compradora, vendedora e o ativo adquirido são controladas em última instância pela família Larragoiti, antes e após a Operação, e o fato de a Companhia, à época, ter seu controle compartilhado com a ING, não é capaz de afastar essa premissa. Portanto, a Operação deve ser considerada como uma transação entre sociedades sob controle comum.

30. Em relação à coincidência de assessores jurídicos, remeto ao seguinte trecho da Decisão, constante do parágrafo 163: *“o PO 35 recomenda que, no caso de companhias sob controle comum,*

³ À época, o principal ativo da Sulacap.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

os assessores contratados pelas duas entidades sejam independentes em relação ao controlador. Como já observei, os assessores jurídicos contratados pela Saspar também assessorava a controladora comum Sulasa, o que, a meu ver, não se coaduna com as orientações do referido Parecer”.

31. Sobre a referida recomendação, destaco o que diz o PO 35:

“Nesse sentido, a CVM entende que os administradores das companhias abertas controladas ou, no caso de companhias sob controle comum, de ambas as companhias, devem adotar os seguintes procedimentos nas operações de que trata o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976: (...)

vii) os administradores devem considerar a necessidade ou conveniência de contratar assessores jurídicos e financeiros;

viii) os administradores devem se assegurar de que os assessores contratados sejam independentes em relação ao controlador e remunerados adequadamente, pela companhia;”

32. Portanto, a Decisão não merece reparos quanto a esse aspecto, na medida em que, conforme se pode constatar, os assessores jurídicos da vendedora Saspar eram os mesmos que os da acionista controladora comum, a Sulasa, e são, hoje, os que assessoram a Companhia neste processo administrativo.

33. Quanto à avaliação da participação da Sulacap que estava sendo adquirida, registrei, em meu voto, que a contratação de um laudo de avaliação, além de tão comum em operações envolvendo partes independentes, seria mais importante ainda em um contexto em que não há duas vontades claramente independentes, a exigir que as melhores práticas devem ser seguidas.

34. Para fins de exemplificação, destaquei que o estudo não trazia informações sobre balanço patrimonial ou fluxo de caixa das entidades envolvidas na aquisição (Sulacap e Caixacap),



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

tampouco mencionava aspectos regulatórios que pudessem influenciar na avaliação, como, por exemplo, as novas regras de capital mínimo emitidas pelo Conselho Nacional de Seguros Privados.

35. O Parecer Jurídico, embora apresente argumentos em defesa da semelhança do estudo com um laudo de avaliação, não foi capaz de afastar as constatações acima. Até porque o próprio *disclaimer* do estudo esclarece que o referido documento “*não é e não deve ser considerado um parecer, laudo, laudo de avaliação, ou qualquer documento equivalente*” e que “*caso a SulAmérica e/ou a SulaCap julgue ser necessário ou apropriado a elaboração de um laudo de avaliação ou documento equivalente em relação à potencial Transação, a SulAmérica e/ou SulaCap deverá solicitar tal laudo de avaliação ou documento equivalente a terceiros*”.

36. Portanto, não vejo como seria possível considerar o estudo como um laudo de avaliação quando a própria instituição que o elaborou declarou taxativamente que ele não é um laudo de avaliação, nem mesmo algo equivalente. Por tal motivo, e por aqueles anteriormente expostos, entendo que as conclusões contidas na Decisão não merecem reavaliação.

37. Por fim, entendo que a Decisão tratou da questão da não aplicação do CPC 15 ao caso concreto ao esclarecer que a Companhia deveria reapresentar as suas informações contábeis divulgadas em 2013 com a baixa do ágio registrado na aquisição da Sulacap, mais valia e intangíveis em excesso ao valor contábil registrado pela controladora final anteriormente à Operação, o que deveria ser devidamente endereçado pela Administração da Recorrente à luz do arcabouço aplicável.

38. Ante o exposto, e nos limites do pedido de reconsideração, mantenho o entendimento manifestado no voto condutor de 02/12/2014 no sentido de considerar inaplicável o CPC 15 à Operação, devido à inexistência de fatos novos ou vícios capazes de mudar o meu entendimento.

39. Não obstante, tendo em vista o deferimento do efeito suspensivo em 04/02/2015, bem como a solicitação alternativa da Companhia constante do pedido de reconsideração, autorizo a apresentação das próximas demonstrações financeiras anuais relativas ao exercício de 2015 com a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

conciliação das contas relativas ao exercício de 2014, em substituição à reapresentação das informações contábeis de 2013.

É como voto.

Rio de Janeiro, 24 de novembro de 2015.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Diretor