PARA: GEA-3 RELATÓRIO DE ANÁLISE/CVM/SEP/GEA-3/Nº 057/08

DE: MARCO ANTONIO PAPERA MONTEIRO DATA: 22.10.08

ASSUNTO: Consulta de Companhia Aberta

BM&F BOVESPA S.A.

Processo CVM RJ-2008-10332

Senhor Gerente,

Trata-se de consulta da BM&F BOVESPA S.A. ("BM&F BOVESPA"), solicitando confirmação acerca do seu entendimento de que, no caso de uma futura incorporação da Bolsa de Valores da São Paulo S.A. ("Nova BVSP") e da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (" CBLC"), seria desnecessária a exigência de elaboração e apresentação dos laudos de avaliação comparativos de que trata o artigo 264 da Lei nº 6.404/76.

Histórico

2. Em 17.10.08, foi protocolizada correspondência na CVM, enviada pela BM&F BOVESPA, nos seguintes termos (fls. 01/03):

a. "como parte do processo de reorganização societária da BM&F BOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, companhia aberta inscrita no CNPJ/MF sob o nº 09.346.601/0001-25 ("BM&F BOVESPA"), e de suas controladas, que se iniciou com a incorporação, em 29.08.08, da antiga Bolsa de Valores de São Paulo S.A. – BVSP (CNPJ/MF nº 02.584.094/0001-19), pela Bovespa Holding S.A. (CNPJ/MF nº 08.695.953/0001-23), a qual, após a referida incorporação, passou a adotar a denominação "Bolsa de Valores de São Paulo S.A. – BVSP" ("Nova BVSP"), a BM&F BOVESPA pretende, no futuro próximo, incorporar a Nova BVSP e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia ("CBLC" e, em conjunto com a Nova BVSP, as " Companhias") ("Incorporação")";

b. "a incorporação resultará, dentre outras vantagens, em simplificação operacional e redução dos custos incidentes sobre operações entre as companhias envolvidas";

c. "a CBLC é uma sociedade anônima, cujo capital é dividido 114.102 ações ordinárias, integralmente de propriedade da Nova BVSP que, por sua vez, também é uma sociedade anônima, cujo capital é dividido em 722.888.403 ações ordinárias, integralmente de propriedade da BM&F Bovespa";

d. "por se tratarem a Nova BVSP e a CBLC de sociedades controladas, direta e indiretamente, respectivamente, pela BM&F Bovespa, a pretendida Incorporação estaria sujeita, em princípio, às disposições do art. 264 da Lei nº 6.404/76 que exige que seja apresentado aos acionistas da sociedade incorporada, neste caso as Companhias, além das informações objeto dos art. 224 e 225 da Lei nº 6.404/76, 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 das sociedades envolvidas, avaliados os dois patrimônios pelos mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado ou, caso a operação envolva companhia aberta, o que é o caso, com base em outro critério aceito por essa Comissão de Valores Mobiliários";

e. "trata-se, no entanto, de situação excepcional que, a nosso ver e pelos motivos que passaremos a expor, merece tratamento diferenciado. Primeiramente, cumpre reiterar que, no momento da Incorporação, 100% das ações representativas do capital social das Companhias serão de titularidade, direta ou indiretamente, de propriedade da BM&F Bovespa. Não haverá, portanto, outros acionistas nas sociedades incorporadas que não a própria BM&F Bovespa, sociedade incorporadora";

f. "não haverá, tampouco, modificação do patrimônio liquido da BM&F Bovespa e, conseqüentemente, emissão de novas ações (motivo pelo qual não se fará necessário o estabelecimento de qualquer relação de troca), na medida em que os patrimônios líquidos da CBLC e da Nova BVSP já estão integralmente refletidos no patrimônio líquido da BM&F Bovespa, em decorrência da aplicação do método de equivalência patrimonial";

g. "estimamos, ainda, que os custos que seriam incorridos, direta ou indiretamente, pela BM&F Bovespa, para, no tocante à Incorporação, dar cumprimento em regime padrão às disposições do art. 264 da Lei nº 6.404/76, seriam significativos, especialmente se considerarmos o fato de não haver benefício prático algum";

h. "como se vê, no caso específico, os custos com a obtenção dos laudos de avaliação ultrapassariam substancialmente os benefícios daí decorrentes, resultando, portanto, em flagrante desproporcionalidade e falta de razoabilidade";

i. "em vista do exposto, serve-se a BM&F Bovespa da presente para requerer a esta d. Autarquia que confirme seu entendimento de que, no caso, não faria sentido exigir a apresentação dos laudos de avaliação comparativos a que se refere o art. 264 da Lei nº 6.404/76, na medida em que:

   i. "a BM&F Bovespa é a única acionista da Nova BVSP, que por sua vez, é a única acionista da CBLC";

   ii. "inexistirá aumento de capital";

   iii. "também não haverá, por força da não emissão de novas ações, o estabelecimento de qualquer relação de troca de ações que pudesse ser objeto de comparação"; e

   iv. "não haverá porque determinar valor de recesso, já que no momento da Incorporação não haverá outros acionistas nas Companhias que não a BM&F Bovespa";

j. "cabe invocar, por fim, como precedentes, as decisões do Colegiado desta d. Autarquia, nos casos RJ2004/2040 (Unibanco), RJ2005/2597 (Ambev), RJ2005/7750 (Suzano Petroquímica), RJ2005/3735 (Gafisa), RJ2005/7838 (Obrascon), RJ2005/9849 (Dixie Toga), RJ2007/2920 (AES TIETÊ), RJ2007/3465 (Ambev), nas quais a CVM reconheceu a necessidade de se considerar a relação entre custo e benefício, simplificando o processo de incorporação de subsidiárias integrais ou de sociedades fechadas, controladas por companhias abertas, nas quais a participação de terceiro era totalmente irrelevante";

k. "tendo em vista o fato de que a operação tomará algum tempo para sua execução, bem como que não foi ainda objeto de divulgação aos acionistas, tomamos a liberdade de requerer tratamento confidencial para a mesma e, na medida do possível, andamento prioritário"; e

I. "sendo o que nos cabia para o momento, permanecemos à inteira disposição de V.Sas. para prestar eventuais esclarecimentos adicionais que se façam necessários, para o quê nossos advogados, Paulo Cezar Aragão e Monique Mavignier, também poderão ser contatados nos e-mails pca@bmalaw.com.br e monique@bmalaw.com.br ou no telefone (11) 2179-5280".

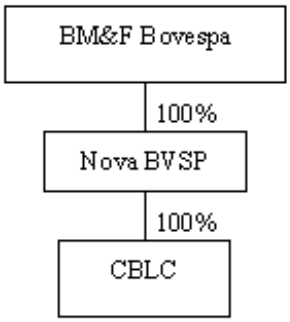
3. Por meio de despacho de 17.10.08, a SEP encaminhou o processo à GEA-3, para análise e providências (fl. 01).

Análise

Considerações Preliminares

4. Consulta a BM&F Bovespa sobre a desnecessidade de elaboração dos laudos previstos no art. 264 da LSA em operação que pretende realizar, qual seja a incorporação de suas controladas direta e indiretamente, Nova BVSP e CBLC, respectivamente.

5. Segundo as informações trazidas pela Companhia, no momento da operação, a BM&F Bovespa deterá integralmente o capital da Nova BVSP, que, por sua vez, deterá a totalidade do capital da CBLC, ambas sociedades anônimas de capital fechado. Desse modo, a estrutura societária das sociedades envolvidas, conforme descrito pela Companhia, será da seguinte forma:



6. Ressalta-se que não há acionistas minoritários nas duas companhias que serão incorporadas e, segundo a consulente, não haverá modificação do patrimônio líquido da BM&F Bovespa, tampouco emissão de novas ações, visto que os patrimônios das incorporadas já estão refletidos no balanço da Companhia pelo método da equivalência patrimonial.

Do Mérito

7. Quanto ao mérito, após essas considerações preliminares, dispõe o seguinte o art. 264 da LSA:

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.*

8. Da leitura do dispositivo em apreço, depreende-se que na incorporação de controladas, deve ser calculada a relação de substituição **dos acionistas não controladores**, com base no valor do patrimônio líquido apurado a preços de mercado.

9. Ocorre que, no presente caso, as duas companhias incorporadas não possuem acionistas não controladores, uma vez que a BM&F Bovespa, no momento da operação, deterá, direta e indiretamente, a totalidade do capital de ambas. Ademais, não haverá emissão de novas ações, de modo que não haverá qualquer tipo de relação de substituição.

10. Desse modo, considerando que (i) somente existe o acionista controlador; (ii) não haverá emissão de novas ações, de modo que, no caso concreto, sob qualquer hipótese, não haverá relação de troca, de sorte que todos os acionistas de BM&F Bovespa manterão exatamente a mesma participação; **a meu ver**, não há como calcular a relação de substituição de um grupo de acionistas que não existe.

11. Além do mais, tendo em vista que o art. 264 consiste em uma proteção para as minorias, no sentido de que lhes seja apresentado, além da relação de substituição prevista no art. 224, o cálculo dessa relação com base na avaliação do patrimônio das duas companhias a preços de mercado, a fim de que possam avaliar a eqüidade e justeza da relação de troca adotada na operação, não faz o menor sentido entender pela aplicabilidade do dispositivo ao caso concreto, uma vez que não existe minoria, tampouco relação de troca a ser comparada.

12. Sendo assim, pelo acima exposto e em linha com os precedentes administrativos desta Autarquia, **entendo que não se trata da CVM não exigir os laudos previstos no referido dispositivo legal. A meu ver o art. 264 não se aplica ao caso de que se trata.**

13. Cabe ressaltar que, ao analisar os precedentes que envolvem consultas em condições similares ao caso concreto (Processos CVM n os RJ-2005-3735, RJ-2005-7750, RJ-2005-7838 e RJ-2007-3465), verifica-se que a conclusão contida no parágrafo anterior não foi, s.m.j., objeto de manifestação do Colegiado.

Do pedido de tratamento confidencial

14. Quanto ao pedido de tratamento confidencial da Companhia, tendo em vista que não foi adotado o procedimento previsto no art. 7°, §1°, da Instrução CVM n° 358/02 e no art. 14 da Instrução CVM n° 202/93, foi enviado o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 400/08, de 21.10.08, informando a Companhia que restou indeferido seu requerimento, pelo que a BM&F Bovespa deveria avaliar a necessidade de divulgação de fato relevante, contendo o teor da consulta formulada (fls.04/06).

15. Cabe ressaltar que, em que pese o referido ofício ser datado de 21.10.08, o seu envio ocorreu somente em 22.10.08, e a Companhia divulgou, ainda em 21.10.08, às 21h08, fato relevante cientificando o mercado sobre a operação de que se trata, que, inadvertidamente, não foi observado quando do envio do ofício. Desse modo, o pedido para avaliar a necessidade de divulgação de fato relevante contido no aludido expediente já havia perdido o objeto (fls. 07/12).

Conclusão

Isto posto, **sugiro** o envio do presente processo à SGE, para posterior envio ao Colegiado da CVM para deliberação.

Atenciosamente,

MARCO ANTONIO PAPERA MONTEIRO

Analista