

PARA: SEP MEMO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 304/07

DE: GEA-3 DATA: 09.11.07

ASSUNTO: Consulta do Banco do Brasil S/A envolvendo os artigos 224 a 226 e 264 da Lei nº 6.404/76

Processo CVM RJ-2007-13175

Senhora Superintendente,

Trata-se de consulta do Banco do Brasil S/A (BB), encaminhada à CVM, por *fax*, em 01.11.07, tendo em vista a decisão do BB e do Banco do Estado do Piauí S.A. (BEP) em desenvolver estudos visando à incorporação do BEP pelo BB, por meio da qual, em resumo, submeteu seu entendimento à apreciação desta CVM, particularmente no tocante à utilização, na avaliação dos patrimônios líquidos das instituições incorporadora e incorporada, qual seja:

I – para efeito do art. 224 da Lei n º 6.404/76, os seguintes critérios: a) para o BB, o critério da cotação das ações no mercado de valores mobiliários; b) para o BEP, o critério do fluxo de caixa descontado; e

II – para efeito do art. 264 da mesma Lei, o critério do fluxo de caixa descontado para ambas as companhias.

A questão foi resumida e analisada nos termos do RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 062/07, de 08.11.07 (fls. 20/24).

A respeito, informo que estou de acordo com o referido relatório, no sentido de que não existem, no presente caso, características específicas que façam com que não se possa adotar os critérios recomendados pelo Colegiado na operação de incorporação do BESC pelo BB, conforme solicitado na consulta em análise.

Todavia, em linha com o mencionado relatório, sugiro o envio do presente processo à SGE, para posterior encaminhamento ao Colegiado da CVM, tendo em vista que outros casos relacionados ao disposto no art. 264 da LSA foram objeto de deliberação por parte daquele órgão.

Atenciosamente,

FERNANDO SOARES VIEIRA

Gerente de Acompanhamento de Empresas 3

De acordo, em ___ / ___ / 07

À SGE,

ELIZABETH LOPEZ RIOS MACHADO

Superintendente de Relações com Empresas

PARA: GEA-3

RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 062/07

DE: PATRICK VALPAÇOS

DATA: 08.11.07

ASSUNTO: Consulta do Banco do Brasil S/A envolvendo os artigos 224 a 226 e 264 da Lei nº 6.404/76

Processo CVM RJ-2007-13175

Senhor Gerente,

Trata-se da correspondência VIFIN – 2007/039, do Banco do Brasil S/A ("BB"), datada de 30.10.07, recebida, **por fax**, em 01.11.07 (fl. 01), acerca da decisão do BB e do Banco do Estado do Piauí S/A ("BEP") em desenvolver estudos visando à incorporação do BEP pelo BB, conforme Fato Relevante divulgado em 06.09.07 (fl. 02).

HISTÓRICO

2. Em 01.11.07, o BB encaminhou consulta, citada no parágrafo anterior, nos seguintes principais termos:

- a. o BEP, a exemplo do BANCO DO ESTADO DE SANTA CATARINA ("BESC"), também em processo de incorporação pelo BB e objeto de consulta à CVM sobre critério de avaliação patrimonial (analisada no âmbito do Processo CVM RJ-2007-4933), encontra-se dentro do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) e está inserido no Programa Nacional de Desestatização (PND);
- b. em vista disso, as duas instituições financeiras – BB e BEP – passaram a ter a União como controlador comum, e ambas são companhias de capital aberto;
- c. tendo em vista o BEP encontrar-se em condições similares ao BESC, no que diz respeito à inserção nos Programas acima citados, solicitamos manifestação dessa Comissão sobre a aplicabilidade ao BB e ao BEP dos mesmos critérios de avaliação dos patrimônios líquidos, conforme decisão encaminhada em seu OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 547/07, de 21.06.07 (fls. 03/04);
- d. o citado Ofício dispõe que: (i) para efeito do artigo 224 da Lei nº 6.404/76 deve ser utilizado, para o BB, a cotação de suas ações no mercado de valores mobiliários e para o BESC, a metodologia do fluxo de caixa descontado; e (ii) para efeito do artigo 264 da mesma Lei, a metodologia do fluxo de caixa descontado; e
- e. submetemos, pois, esse entendimento à apreciação dessa CVM, visando a obter os esclarecimentos necessários a promover o fiel cumprimento das disposições legais acerca dos aspectos relacionados à avaliação dos patrimônios do BB e do BEP.

ANÁLISE

Do Processo CVM RJ-2007-4933

3. Conforme mencionado anteriormente, em 24.05.07, o BB protocolou consulta referente à aplicação dos artigos 224 a 226 e 264 da Lei nº 6.404/76 à operação de incorporação do BESC pelo BB.
4. Nesse sentido, importa ressaltar que a consulta, que deu origem ao Processo CVM RJ-2007-4933, foi analisada através do RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 031/07, de 11.06.07 (cujos termos foram corroborados pela GEA-3 e pela SEP, por meio do MEMO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 121/07, da mesma data – fl. 11), que contém, em resumo, as seguintes conclusões (fls. 05/10):
 - a. a Lei nº 6404/76 não determina que o critério de avaliação para estabelecer a relação de substituição seja o mesmo na incorporada e na incorporadora;
 - b. no caso concreto, trata-se de companhias que possuem o mesmo controlador (União Federal), que se encontra em todas as partes da operação. Nesse sentido, o remédio que a Lei 6404/76 estabeleceu para corrigir o comprometimento da fidedignidade da relação de substituição, em razão de eventual conflito de interesses, é o disposto no caput do art. 264;
 - c. o inciso I do art. 224 da LSA estabelece que o protocolo firmado entre os órgãos da administração das companhias deve incluir " **os critérios** utilizados para determinar as relações de substituição", não havendo vedação quanto à utilização de critérios diferenciados para estabelecer a relação de substituição;
 - d. nesse sentido, entendo possível a adoção de critérios diferenciados, tendo em vista o disposto no caput do art. 264, acima transcrito, e que, a meu ver, deve-se buscar a adoção do critério que **melhor avalie** cada companhia envolvida, independente de os critérios adotados serem os mesmos ou não;
 - e. assim sendo, entendo não existir óbice para a adoção do critério de preço de cotação para avaliar o BB e do critério de fluxo de caixa descontado para avaliar o BESC e a BESCRI, **desde que os administradores das companhias envolvidas entendam e justifiquem que os critérios escolhidos são os que melhor avaliam as respectivas companhias**;
 - f. **no que tange à adoção do critério de avaliação contábil para atendimento ao estabelecido no artigo 264 da LSA**, destaca que o referido dispositivo determina que, no caso de incorporação de companhias que possuam o mesmo controlador (como no caso concreto), além do cálculo da relação substituição contida no protocolo, deve ser calculada a relação 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;
 - g. nesse sentido, dois são os motivos que impedem a adoção do valor contábil para efeitos de atender o referido dispositivo: (i) o valor contábil não é uma informação nova para o acionista, uma vez que as demonstrações financeiras das companhias, por serem companhias abertas, são publicadas e divulgadas ao mercado e, portanto, não agregaria valor para formar sua opinião; e (ii) se as relações de substituição dos acionistas não controladores, previstas no protocolo de incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista no caput do art. 264 da LSA, seria subtraída do acionista dissidente a opção de ser reembolsado nos termos do art. 45 da Lei nº 6404/76 (leia-se pelo valor contábil, no caso do BESC) **ou** por outro valor que seria apurado de acordo com o caput do art. 264, conforme disposto no seu §3º, dado que ambos seriam os mesmo;
 - h. dessa forma, não vislumbro a possibilidade de se autorizar a adoção do valor contábil para fins de atender o disposto no art. 264 da Lei nº 6404/76 no caso concreto;
 - i. destaca, ainda, que o entendimento ali manifestado tem por base tão-somente as informações trazidas pelo BB, dentre as quais não constam os valores calculados nas avaliações pelos critérios mencionados; e
 - j. por fim, sugere o envio do processo à SGE, para posterior encaminhamento ao Colegiado da CVM, tendo em vista que outros casos relacionados ao disposto no art. 264 da LSA também foram objeto de deliberação por parte daquele órgão.
5. Assim sendo, o Colegiado da CVM, em reunião de 19.06.07, concordou com o entendimento da SEP quanto à possibilidade de adoção de critérios diferenciados para fixação da relação de troca e da impossibilidade de adoção do critério contábil para cumprimento do art. 264 (método comparativo), ressaltando que a avaliação comparativa poderia ser feita pela metodologia do fluxo de caixa descontado (DCF), conforme voto do Diretor Pedro Marcílio, cujos principais pontos encontram-se resumidos a seguir (fls. 12/13):
 - a. a característica fundamental que deve estar presente na determinação da relação de substituição é que o processo ocorra de maneira justa e desinteressada;
 - b. no entanto, como em reestruturação societária não se antevê um processo desinteressado, a Lei nº 6404/76, em seu artigo 264, estabeleceu um critério comparativo para que se analise se a relação de substituição é adequada. Esse critério é o patrimônio líquido a preços de mercado. Caso a relação de substituição por esse critério seja superior, como consequência, a lei prevê que o direito de recesso seja apurado com base nesse valor (resguardando, conseqüentemente, o caráter arbitrário na fixação da relação de substituição);
 - c. esse mesmo artigo 264 prevê a possibilidade de a CVM autorizar a utilização de outro critério. No caso concreto, em que o valor da incorporadora foi apurado com base em um critério – valor de mercado – e a incorporada com outro – fluxo de caixa descontado – nada melhor para o acionista minoritário de ambas as sociedades do que a comparação da relação de substituição com base em um único critério; e
 - d. tendo em vista a escassa liquidez das ações da companhia incorporada, parece-me que a avaliação de ambas as sociedades pelo fluxo de caixa descontado é o melhor critério para a comparação da relação de substituição.

Da presente consulta apresentada pelo BB

6. Na consulta protocolada pelo BB, questiona-se se, na operação de incorporação do BEP, poderiam ser aplicados os mesmos critérios de avaliação dos patrimônios líquidos utilizados na incorporação do BESC pelo BB, conforme decisão encaminhada no OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 547/07, de 21.06.07.

7. No que tange à presente consulta, importa tecer os seguintes comentários:

- a. segundo dados extraídos dos Formulários IAN/2006, a dispersão acionária do BEP (17,86% - fl. 14) é maior do que a dispersão acionária do BESC (4,25% - fl. 15);
- b. de acordo com as informações prestadas pelo BB, em sua consulta, o BEP encontra-se em condições similares ao BESC, com relação à inserção no Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) e no Programa Nacional de Desestatização (PND), sendo as duas controladas pela União;
- c. em consulta ao Economática, verificou-se a pouca liquidez das ações do BEP, que foram negociadas apenas 427 vezes durante o exercício de 2007. Tais negociações envolveram 105.700 títulos, ou seja, aproximadamente 4,4% das ações em circulação da Companhia (fls. 16/19);
- d. ainda em relação à cotação das ações do BEP, constatou-se uma valorização de 510% durante o presente exercício social, visto que começaram o ano cotadas em R\$ 3,44 e atingiram, em 31.10.07, R\$ 21,00, cabendo ressaltar que, na data de divulgação do Fato Relevante sobre a operação (06.0907), a cotação de fechamento foi R\$ 13,90;
- e. cabe ressaltar, ainda, que, em 12.07.07, a BOVESPA encaminhou e-mail à Companhia solicitando esclarecimentos acerca da oscilação na cotação de suas ações, que foi respondida, em 12.07.07, através de Comunicado ao Mercado, em que o BEP informa que a Secretaria do Tesouro Nacional e a Secretaria da Fazenda do Estado do Piauí vinham mantendo discussões acerca do controle acionário do Banco (fls. 20/21);
- f. nesse sentido, importa salientar que o atendimento às disposições da Instrução CVM n° 358/02 pelo Diretor de Relações com Investidores da Companhia, bem como a utilização de eventual informação privilegiada (tendo em vista a acentuada valorização da cotação de seus papéis, antes mesmo da divulgação do Fato Relevante sobre a operação) não é objeto do presente processo;
- g. em que pese o fato de a Companhia não ter apresentado valores em sua consulta, o quadro abaixo apresenta as cotações e os valores patrimoniais das ações do BB e do BEP, com base em informações constantes do 2° ITR/07 e no IAN/2006 (fl. 22/27):

Critério	BB	BEP
Cotação das Ações - 31.10.07	R\$ 31,30	R\$ 21,00
Valor Patrimonial das Ações - 2°ITR/07	R\$ 9,01	R\$ 4,61

Obs: O BEP já apresentou o 3° ITR/07 e o valor patrimonial de suas ações de acordo com as informações deste documento é de R\$ 4,91

CONCLUSÃO

8. Conforme mencionado anteriormente, na presente consulta, o BB questiona se poderiam ser utilizados os seguintes critérios de avaliação dos patrimônios líquidos na operação de incorporação do BEP pelo BB:
 - a. para efeito do artigo 224 da Lei n° 6404/76 – para o BB, a utilização da cotação de suas ações no mercado de valores mobiliários e para o BEP, a metodologia do fluxo de caixa descontado; e
 - b. para efeito do artigo 264 da Lei n° 6404/76 – a metodologia de fluxo de caixa descontado aplicada a ambas as companhias.
9. Nesse sentido, considerando o exposto nos itens 'b' e 'c' do parágrafo 7°, retro, **entendo** que não há, no presente caso, características específicas que façam com que não se possa adotar os critérios recomendados pelo Colegiado na operação de incorporação do BESC pelo BB, conforme solicitado na consulta em análise.
10. Não obstante, deve ser destacado que a adoção de critérios diferenciados de avaliação dos patrimônios líquidos das companhias envolvidas na incorporação em análise para fins de atendimento ao artigo 224 da LSA (item 'a', do parágrafo 8°, retro) só pode ser admitida caso **os administradores das companhias envolvidas entendam e justifiquem que os critérios escolhidos são os que melhor avaliam as respectivas companhias.**
11. Tal justificativa adquirirá importância ainda maior caso a relação de substituição comparativa prevista no art. 264 seja inferior à relação de substituição utilizada nos termos do art. 224 e o acionista dissidente resolva exercer seu direito de recesso, nos termos do art. 137 da Lei n° 6404/76, visto que o valor contábil da ação da Companhia (que serviria de base para o cálculo do recesso, pois o Estatuto Social do BEP é silente – fls. 28/47), na data-base 30.06.07, próximo de R\$ 4,61, é muito inferior ao valor atual de sua cotação na BOVESPA (R\$ 21,00), ressalvado o disposto nas letras 'd' a 'f' do §7°, retro, o que poderá vir a gerar questionamentos sobre os motivos que levaram à escolha do critério de fluxo de caixa descontado no lugar da cotação de mercado.
12. Por fim, ressalto que a presente análise foi baseada nas informações disponibilizadas pelo BB e pelo BEP, dentre as quais não constam os valores obtidos através da utilização de quaisquer dos critérios de avaliação aqui citados.

Isto posto, sugiro o envio do presente processo à SGE, para posterior encaminhamento ao Colegiado da CVM, tendo em vista que outros casos relacionados ao disposto no art. 264 da LSA foram objeto de deliberação por parte daquele órgão.

Atenciosamente,

PATRICK VALPAÇOS F. LIMA

Analista