



## **RELATÓRIO DE ANÁLISE**

### **Audiência Pública SDM nº 04/2013 – Processo CVM nº RJ-2009-12670**

**Objeto:** Proposta de regras sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A.

#### **1. Introdução**

O presente relatório é resultado da Audiência Pública SDM nº 04/2013, que recebeu comentários entre os dias 20 de maio e 22 de julho de 2013, e teve por objeto a proposta de regras aplicáveis a operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à Minuta; (iv) outras propostas; e (v) proposta definitiva de instrução.

Como as manifestações recebidas pela CVM durante o processo de audiência pública se encontram disponíveis na íntegra na sua página na rede mundial de computadores, todos os comentários e sugestões enviados tempestivamente são citados neste relatório de forma resumida.

#### **2. Participantes**

- (i) ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas;
- (ii) Almeida, Bugelli e Valença Advogados (“AIDAR SBZ Advogados”);
- (iii) AMEC – Associação de Investidores no Mercado de Capitais;
- (iv) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais;
- (v) BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros;
- (vi) Carlos Eduardo Vergueiro;
- (vii) Carvalhosa e Eizirik Advogados (“Carvalhosa e Eizirik Advogados”);
- (viii) CBAN – Comitê Brasileiro de Avaliadores de Negócios;
- (ix) CFA Society Brasil (“CFA”);
- (x) Faoro & Fucci Advogados (“Faoro Advogados”);
- (xi) Fernandes e Figueiredo Advogados (“Fernandes Advogados”);
- (xii) GEDEC – Grupo de Estudos sobre Direito e Contabilidade da Direito GV;



- (xiii) IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa;
- (xiv) IBRACON – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil;
- (xv) Lanna Ribeiro, Carneiro de Souza, Cirne Lima & Fragoso Pires Advogados (“LCCF Advogados”);
- (xvi) Lobo & De Rizzo Advogados (“Lobo & De Rizzo Advogados”);
- (xvii) Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados (“Machado Meyer Advogados”);
- (xviii) Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados (“Mattos Filho Advogados”);
- (xix) PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil;
- (xx) Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados (“Ulhôa Canto Advogados”); e
- (xxi) Wulaia Consultoria e Assessoria Financeira Ltda. (“Wulaia Consultoria”).

### **3. Comentários à Minuta**

#### **3.1 Escopo da Instrução (art. 1º)**

A ABRASCA e o Ulhôa Canto Advogados apresentaram a preocupação de que, com a revogação de grande parte da Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999, e com a restrição do escopo de aplicação da Minuta aos emissores de valores mobiliários registrados na categoria A, as operações que envolvam apenas emissores registrados na categoria B estariam em um vácuo regulamentar.

Com a preocupação exposta acima, a associação sugeriu que um parágrafo único fosse acrescentado ao art. 1º da Minuta, esclarecendo se as operações envolvendo apenas emissores de valores mobiliários registrados na categoria B não estarão sujeitas à regulamentação expedida pela CVM ou se os dispositivos da Instrução CVM nº 319, de 1999, permanecem em vigor e aplicáveis exclusivamente às operações que envolvam apenas esta categoria de emissores.

As regras aplicáveis a operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações são disciplinadas pela Lei nº 6.404, de 1976. O disposto na Instrução CVM nº 319, de 1999, bem como o proposto na Minuta, são comandos regulamentares que visam, sobretudo, a conferir maior transparência a operações que envolvam companhias abertas.

Assim, as operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações de companhias registradas na categoria B permanecem reguladas pela Lei nº 6.404, de 1976, e pelos artigos não revogados da Instrução CVM nº 319, de 1999. Tais companhias não estão sujeitas aos requisitos adicionais de transparência trazidos pela Minuta, sem prejuízo da competência da Superintendência de Relações com Empresas para analisar operações envolvendo companhias registradas na categoria B tendo em vista o atendimento dos comandos da Lei nº 6.404, de 1976.



Fernandes Figueiredo Advogados indicou que, pela redação do primeiro artigo da Minuta, não estaria claro se uma incorporação de ações sem aumento de capital, mas com permuta de ações em tesouraria, estaria regulamentada pela futura instrução. Nesse sentido, sugeriu a criação de um parágrafo único no art. 1º que esclarecesse a questão.

Não é requisito essencial do negócio jurídico de incorporação ou incorporação de ações o aumento de capital da sociedade incorporadora. As ações em qualquer desses dois negócios podem ser substituídas tanto por novas ações quanto por ações que a incorporadora tenha em tesouraria. Assim, ambas estariam sujeitas às regras da Minuta.

Nota-se que, caso não haja aumento de capital e, portanto, não haja diluição, por força do art. 10 da Minuta, tais operações estão dispensadas do cumprimento do capítulo III.

LCCF Advogados propôs que fosse esclarecido, no texto da Minuta, o conceito de categoria A. Assim, sugere que o seguinte trecho seja incluído no final do art. 1º: “[...], conforme definição contida na Instrução CVM nº 480/2009”.

O conceito de emissor de valores mobiliários registrado na categoria A está na Instrução CVM nº 480, de 2009. Nas suas instruções mais recentes, a CVM passou a adotar como padrão não se referir ao número de uma instrução específica, mas sim ao seu objeto central, prática que é considerada melhor técnica legislativa.

O mesmo participante fez sugestões parecidas em relação a outras expressões utilizadas pela Minuta, mas definidas em outras normas da CVM. A explicação acima se aplica a todas elas.

### **3.2 Definição de Conceitos (art. 2º)**

A BM&FBOVESPA sugeriu que o seguinte trecho fosse excluído da redação do inciso II do art. 2º da Minuta: “ou um conjunto de fusões, cisões, incorporações ou incorporações de ações relacionadas”. A participante acredita que, assim, a definição de “operação” estaria mais precisa, porque a realização de uma só operação de fusão, cisão, incorporação ou incorporação de ações que envolva ao menos um emissor registrado na categoria A já ensejaria a aplicação da disciplina prevista na Minuta.

A sugestão seria pertinente caso toda e qualquer operação envolvendo companhias da categoria A estivessem sujeitas aos comandos da Minuta. No entanto, conforme o art. 10, somente aquelas operações ou conjunto de operações que representem diluição superior a 5% devem atender ao capítulo III da Minuta. Diante dessa restrição de relevância, faz sentido considerar as operações em conjunto, uma vez



que uma operação isoladamente pode não trazer o nível de diluição que implicaria a aplicação das regras, mas o conjunto delas sim.

### **3.3 Fato Relevante (art. 3º e Anexo 3)**

A ABRASCA propôs, em analogia ao art. 2º da Instrução CVM nº 319, de 1999, que o art. 3º da Minuta previsse que o fato relevante fosse divulgado até 15 dias antes da data de realização da assembleia geral que irá deliberar sobre a operação.

Mattos Filho Advogados, por sua vez, sugeriu que se esclarecesse, na redação do art. 3º, que a divulgação de fato relevante será exigida apenas nos casos em que a administração entender que a operação constitui fato relevante nos termos da regulamentação em vigor.

O fato relevante sobre a operação deve ser divulgado de acordo com a regulação em vigor, que inclui, atualmente, a Lei nº 6.404, de 1976, e a Instrução CVM nº 358, de 2002. A Minuta não altera a definição do que seja fato relevante ou o momento oportuno para a sua divulgação, mas tão somente define o conteúdo mínimo do instrumento que o divulgar, caso seja necessária tal divulgação.

Deve-se notar também que o Anexo 21-A (atual 20-A) proposto é o substituto mais direto da comunicação de que trata o art. 2º da Instrução CVM nº 319, de 1999, pela sua função de subsidiar a decisão dos acionistas convocados para deliberar sobre a operação.

Por esses motivos, as sugestões dos participantes não foram acatadas.

BM&FBOVESPA e Carvalhosa e Eizirik Advogados sugeriram a exclusão do item 3 do Anexo 3 da Minuta, com o entendimento de que a previsão deste item tornaria os fatos relevantes sobre operações excessivamente extensos. Ademais, tais participantes argumentaram que a exclusão desse item não acarretará nenhum prejuízo aos investidores porque a descrição e a explicitação do propósito da operação (item 2 do Anexo 3) no fato relevante e a descrição dos benefícios esperados, custos e fatores de risco (alíneas “a”, “b” e “c” do item 5 do Anexo 21-A da Minuta) antes da assembleia geral seriam suficientes para uma avaliação adequada da operação.

Embora não se possa discordar dos participantes quando argumentam que os fatos relevantes devam ser diretos e concisos, deve-se notar, primeiro, que o fato relevante pode anteceder em muito tempo a convocação da assembleia para decidir a operação e, segundo, que o item 3 do Anexo 3 requer apenas os principais – e não todos – os benefícios, custos e riscos da operação.



Em muitos casos, é importante para os acionistas saber desde logo os principais benefícios, custos e riscos da operação para que possam avaliar, por exemplo, uma possível negociação com suas ações. Esperar pela divulgação do Anexo 21-A (atual 20-A) pode ser prejudicial aos interesses dos acionistas. A sugestão dos participantes, portanto, não foi acatada.

A BM&FBOVESPA sugeriu a exclusão do item 5 do Anexo 3 da Minuta, porque, no momento da divulgação do fato relevante, a operação ainda não está concluída e, por isso, a administração não teria conhecimento de quais ativos e passivos formarão cada parcela do patrimônio. Ainda, a administradora de mercado sustentou que a exclusão do item 5 não causaria prejuízo aos investidores, porque eles teriam acesso a essa informação por meio do protocolo e da justificção, antes da assembleia convocada para deliberar sobre a operação (item I do Anexo 21-A da Minuta).

Mattos Filho Advogados, por sua vez, aconselha que seja apenas obrigatório listar os principais elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, tendo em vista que a informação completa estará no protocolo e na justificção.

O comentário da BM&FBOVESPA é parcialmente pertinente e a sugestão trazida pelo Mattos Filho Advogados parece endereçar a preocupação de ambos os participantes, além de tornar o fato relevante mais conciso, sem relevante perda informacional para o público investidor. Assim, com base na preocupação dos participantes, acatou-se a sugestão de redação do Mattos Filho Advogados para o item 5 do Anexo 3.

IBGC sugere que seja incluído item com a existência de divulgação de qualquer conflito de interesses existentes entre a companhia, seus acionistas, seus administradores, a companhia alvo, consultores, assessores, etc., dada a alta possibilidade de ocorrência deste tipo de situação, sobretudo no que se refere aos administradores e aos bancos de investimentos envolvidos na transação, uma vez que a CVM está propondo a revogação do art. 5º da Instrução CVM nº 319, de 1999, que trata de conflitos de interesses.

O anúncio de fato relevante não é o documento mais apropriado para identificação dos possíveis conflitos de interesses entre os diversos agentes relevantes e a companhia.

A CVM tem procurado incrementar a transparência desses conflitos nos instrumentos que entende mais adequados para que eles sejam divulgados, tal como fez nos laudos de avaliação, quando passou a exigir informações mais rigorosas dos avaliadores, na Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, por meio da reforma introduzida pela Instrução CVM nº 487, de 25 de novembro de 2010, que requer que o avaliador declare os “valores recebidos do ofertante e da companhia objeto, a título de



*remuneração por quaisquer serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados, nos 12 (doze) meses anteriores ao requerimento de registro, discriminando, dentre os valores recebidos, os relativos à realização do laudo de avaliação.”.*

Ressalte-se que o §2º do art. 8º da Minuta prevê que os laudos de avaliação elaborados para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, devem observar, no que for aplicável, o disposto na regulamentação da CVM acerca da avaliação de companhias objeto de ofertas públicas de aquisição de ações.

De toda forma, a sugestão do participante é pertinente para laudos utilizados com outros fins que não o cumprimento do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, ou outros estudos e documentos elaborados por terceiro e utilizados pela administração da companhia, por isso, foi incluído item 7.1 o Anexo 21-A da Minuta (atual 20-A) solicitando que nos documentos necessários para o exercício de direito de voto contenham a identificação de eventuais conflitos de interesse entre as instituições financeiras, empresas e os profissionais que tenham elaborado os documentos mencionados tais laudos e estudos e as sociedades envolvidas na operação.

### **3.4 Fato Relevante (art. 4º)**

BM&FBOVESPA, Carvalhosa e Eizirik Advogados e Mattos Filho Advogados entenderam que a expressão “*antes da conclusão das negociações*” poderia gerar dúvidas. Os três participantes sugeriram redações que entendiam mais claras, todas relativamente similares. Transcrita abaixo está a redação sugerida por Mattos Filho Advogados que, por sua vez, foi a que promoveu alterações mais extensas:

“Art. 4º Caso o acionista controlador ou a companhia divulguem ao mercado a relação de substituição proposta ou o critério para sua fixação que ainda esteja sujeita a possíveis alterações antes da convocação da assembleia geral para deliberação sobre a operação ~~conclusão das negociações~~, as seguintes informações devem ser fornecidas ao mercado:”

A CVM entende que a adoção da expressão “que ainda estejam sujeitos a alterações” depois da palavra “fixação” atende às preocupações dos participantes.

BM&FBOVESPA e Carvalhosa e Eizirik Advogados recomendaram a exclusão do inciso III do art. 4º da Minuta, porque a divulgação das “*circunstâncias em que a relação de substituição ou o critério divulgado ainda podem ser alterados*” poderia obrigar a companhia a revelar ao mercado a sua estratégia de negociação; restringir a liberdade dos administradores na condução da negociação; e, eventualmente, simplesmente não ser possível para a administração da companhia delimitar as circunstâncias que poderão acarretar a alteração na proposta de relação de troca.





É importante esclarecer que não há obrigação de divulgar as relações de substituição ou o critério para sua fixação antes da conclusão da negociação – por isso, tal divulgação é uma faculdade da companhia e de seu controlador. No entanto, caso tal relação seja divulgada, é importante para os acionistas saber sobre as circunstâncias nas quais essas relações podem ser alteradas. É com base nessa relação de troca e na probabilidade de alteração que os acionistas decidem comprar, vender ou manter seus valores mobiliários. Por essa razão a redação original foi mantida.

BM&FBOVESPA e Carvalhosa e Eizirik Advogados sugeriram que, na alínea “c” do inciso IV do art. 4º da Minuta, fossem previstos apenas “os demais termos e condições relevantes”, para evitar que cláusulas padrão e sem grande relevância tornem excessivamente extensos os fatos relevantes.

A sugestão dos participantes é pertinente e está refletida na proposta definitiva de instrução.

Carvalhosa e Eizirik Advogados e BM&FBOVESPA propuseram a exclusão da alínea “d” do inciso IV do art. 4º da Minuta por motivos similares. Para os participantes, caso seja o acionista controlador a divulgar a informação, ele não terá como saber as medidas que a administração pretende tomar para avaliar a proposta. Caso seja a companhia a divulgar a informação, o detalhamento da informação poderia, segundo a Bolsa, revelar prematuramente informações estratégicas para a negociação da operação.

Os participantes acreditam ainda que a exclusão da alínea “d” não causaria prejuízo aos investidores porque eles teriam acesso à análise da administração da companhia sobre os benefícios da operação quando da divulgação do Anexo 21-A da Minuta (atual 20-A) (item 5). Nesse momento, os acionistas poderiam saber que medidas a administração efetivamente tomou para avaliar determinada proposta do controlador.

A informação requerida pela alínea “d” do inciso IV do art. 4º da Minuta é importante porque permite aos acionistas, antes de assinado o protocolo da operação, avaliar e, se necessário, criticar a adequação das medidas que a administração pretende tomar para avaliar a proposta.

Saber quais medidas foram tomadas apenas após a conclusão das negociações pode ser insuficiente para que os acionistas minoritários tenham capacidade de influir no processo de definição da relação de substituição. Na assembleia convocada para deliberar sobre a operação, os acionistas têm, afinal, somente a possibilidade de aceitar ou não a relação de troca que lhes for proposta.

Em relação aos comentários da BM&FBOVESPA, vale ressaltar que o controlador, via de regra,



divulga a proposta por meio da companhia, oportunidade em que será possível que os administradores se manifestem.

Pelo exposto, a sugestão dos participantes não foi acatada.

### 3.5 Deveres Fiduciários dos Administradores (art. 5º)

ABRASCA entende que não é possível exigir que o administrador de determinada companhia aberta se responsabilize pelas informações prestadas por outras sociedades que não administra, por três motivos. Primeiro, o administrador não teria normalmente conhecimento da regulamentação aplicável a outros tipos jurídicos que não o das sociedades anônimas. Segundo, a Lei das S.A. estabelece que o administrador deve servir com lealdade, cuidado e diligência exclusivamente à companhia que administra, sendo incorreto responsabilizar um administrador pelo descumprimento do dever fiduciário de outro administrador em uma segunda sociedade. Terceiro, seria, em qualquer caso, pouco razoável que o administrador fosse responsável por todas as informações prestadas pelas demais sociedades, e não apenas pelas informações exigidas pela Minuta.

AMEC, ANBIMA e Ulhôa Canto Advogados entendem que o dever de diligência do administrador deve ser em relação às informações prestadas pela sociedade que administra. Comentários similares foram feitos por Carvalhosa e Eizirik Advogados, que sugere a seguinte redação: “[o]s administradores das companhias abertas envolvidas na operação ~~dever tomar todas as cautelas e agir com diligência para verificar e assegurar que todas as informações prestadas pelas demais sociedades envolvidas na operação prestaram as informações exigidas nas normas da CVM~~ observem a regulamentação aplicável”.

BM&FBOVESPA sugere a exclusão do art. 5º da Minuta. Além de críticas similares às supramencionadas, a participante observa a imprecisão dos termos “administradores” e “regulamentação aplicável”. No primeiro caso, não seria possível saber se a Minuta refere-se aos conselheiros, aos diretores ou a ambos. No segundo caso, não estaria claro se a regulamentação seria apenas a da própria instrução, a de outras normas emitidas pela CVM ou a de outros órgãos que não esta Autarquia.

IBGC, por compreender que o administrador da companhia aberta não pode ter responsabilidades pelos atos de outra sociedade na qual não possui ingerência, sugere a seguinte redação para o art. 5º da Minuta: “[o]s administradores das companhias abertas envolvidas na operação ~~dever tomar todas as cautelas e agir com diligência para assegurar que todas as informações prestadas pelas demais sociedades sejam adequadas e fidedignas à realidade, de modo que a companhia a qual pertencam observem~~ a regulamentação aplicável”.





As manifestações recebidas a respeito do art. 5º da Minuta são pertinentes quando defendem que o administrador de companhia aberta não pode ser responsável pelos deveres legais de administradores de outras sociedades. De fato, essa não é a intenção da CVM com o dispositivo em tela.

O objetivo da CVM com o art. 5º da Minuta é que o administrador de companhia aberta, que está sujeito ao poder de polícia desta Autarquia, verifique as demonstrações financeiras e demais informações das outras sociedades envolvidas na operação, em especial diante do disposto no Capítulo III da Minuta. Esse processo de verificação é parte dos deveres dos administradores numa operação societária – ele verifica os documentos e informações das companhias fechadas que incorpora ou compra. O dever de diligência do administrador da companhia aberta previsto pelo art. 5º, nesse sentido, é decorrência daquele previsto pelos arts. 153, 154 e 155 da Lei das S.A.

Com base no que foi dito acima, o art. 5º foi revisto de forma a esclarecer que o dever de cautela e diligência do administrador especificado deve ser em relação à verificação das informações prestadas por essas companhias, em redação similar à sugerida por Carvalhosa e Eizirik Advogados. Em especial, substituiu-se o verbo “assegurar” por “verificar”, com o fim de esclarecer-se que a obrigação prevista pelo artigo é de meio, e não de resultado.

A previsão de que o administrador deve ser diligente em relação às informações divulgadas pela companhia que administra, como sugerido por diversos participantes, não é necessária. Esse dever é estabelecido claramente na Lei das S.A. e foi detalhado em regulamentação da CVM sobre a matéria.

Sobre a crítica da BM&FBOVESPA em relação à indefinição do termo “administradores”, ajustes na redação foram feitos para esclarecer esse ponto.

AMEC, ao comentar o art. 5º da Minuta, sugere a criação de duas regras. Uma primeira, para tornar mais efetivo os deveres legais dos membros do Conselho de Administração, seria a de obrigar que eles se manifestassem publicamente sobre a equidade da operação. Uma segunda seria exigir que o acionista controlador e os administradores declarassem porque não optaram por realizar oferta de compra ou permuta de ações ou outra modalidade de operação societária.

Quanto à primeira sugestão da AMEC, embora por força do disposto no art. 9º, II, da Lei 6.385, de 1976, a CVM possa exigir a manifestação dos administradores sobre a equidade da operação, tal comando não foi objeto de audiência pública e, por isso, a CVM entende que o mais adequado é guardar a sugestão para futuros aperfeiçoamentos da norma.

A segunda sugestão não foi acatada porque o Anexo 21-A da Minuta (atual 20-A) já exige que a



companhia se manifeste sobre “eventuais alternativas que poderiam ter sido utilizadas para atingir os mesmos objetivos, indicando as razões pelas quais essas alternativas foram descartadas”.

### **3.6 Elaboração das Demonstrações Financeiras (art. 6º)**

Muitos participantes se manifestaram sobre o prazo de 180 dias proposto pelo art. 6º da Minuta.

ABRASCA sugere a inclusão de novo parágrafo no art. 6º para prever que a CVM possa autorizar, em “casos circunstanciados”, utilização de demonstrações financeiras com data base anterior a 180 dias, mas nunca mais que 360 dias, da assembleia que deliberará sobre a operação. A associação acredita que isso pode ser necessário, por exemplo, em casos em que agência reguladora demore mais de 180 dias para aprovar a operação.

ANBIMA, por sua vez, acredita que o prazo de 180 dias previsto no inciso II do art. 6º impõe custos excessivos para operações entre sociedades que não sejam todas companhias de capital aberto. Destarte, sugere a extensão do prazo para 240 dias.

Mattos Filho Advogados observa que, em muitos casos, pode ser inviável a elaboração e a auditoria de demonstrações financeiras no prazo de 180 dias, especialmente para sociedades que não são companhias abertas. O participante defende, ainda, *“que não haveria necessidade de se elaborar novas demonstrações financeiras quando não houver ocorrido nenhum fato ou alteração relevante que possa alterar substancialmente as demonstrações financeiras auditadas do exercício social anterior ao exercício da operação, ainda que de qualquer modo a última demonstração financeira tivesse ultrapassado o prazo de 180 dias, uma vez que as demonstrações anuais continuariam a retratar condições atuais das sociedades envolvidas na reorganização societária”*.

Por isso, o participante sugere a exclusão do inciso II do art. 6º da Minuta. Caso não seja aceita sua primeira sugestão, propõe que a aplicação do disposto no inciso II do art. 6º esteja restrita a *“situações em que tenha ocorrido alteração relevante na estrutura patrimonial após a data de encerramento do último exercício social, devendo nesse caso ser prevista obrigação de os administradores apresentarem declaração sobre o conhecimento ou não de tais alterações relevantes”*.

De outro lado, AMEC acredita que o prazo de 180 dias previsto no inciso II do art. 6º é demasiadamente longo e que *“em tal período podem ocorrer situações que afetem de maneira significativa os resultados da companhia”*. Dessa forma, a participante sugere que esse prazo seja reduzido para 90 dias e que, sempre que ocorrer fato relevante entre a data base das demonstrações e a data da assembleia geral que decidir sobre a operação, as demonstrações financeiras devem ser revistas.



Ainda, a associação propõe que a CVM possa, a depender do caso específico, “*determinar o levantamento de demonstrações financeiras com prazos ainda menores*”.

Faoro Advogados, buscando garantir que as demonstrações financeiras apresentadas aos acionistas tenham a mesma data base e representem melhor a realidade das sociedades no momento da deliberação da assembleia geral sobre a operação, sugere a seguinte redação para o **caput** do art. 6º e seus incisos:

*“Art. 6º Para os efeitos da operação, as sociedades envolvidas devem divulgar, quando da convocação da assembleia geral que vier a deliberar sobre a operação, em atendimento ao art. 21-A da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009, demonstrações financeiras, cuja data base:*

*I – seja a mesma para todas as sociedades envolvidas; e*

*II – não seja anterior a 90 (noventa)~~180 (cento e oitenta)~~ dias da data da assembleia que deliberará sobre a operação; e*

*III – não seja anterior à data base da última das informações periódicas de que tratam os incisos III, IV e V do art. 21 da Instrução nº 480, de 7 de dezembro de 2009, enviadas pelos emissores de valores mobiliários registrados na categoria A envolvidos na operação.”*

As demonstrações financeiras são utilizadas pelos acionistas para balizar seu voto, aceitando ou não as condições propostas pela administração, e, por isso, devem retratar da melhor forma possível a realidade econômica das sociedades envolvidas no momento da decisão assemblear sobre a operação. É por esse motivo que o prazo de 180 dias foi estabelecido pelo inciso II do art. 6º da Minuta.

Como ponderado por alguns participantes, a necessidade de divulgação de demonstrações financeiras atuais deve ser contraposta aos custos envolvidos na elaboração das informações e na sua auditoria. Em alguns casos, inclusive, como alegaram determinados participantes, seria impossível cumprir o prazo de 180 dias.

A solução de compromisso adotada na proposta definitiva de instrução foi a de acatar parcialmente as sugestões da AMEC e do Mattos Filho Advogados. Nesse sentido, foi criado um novo parágrafo no art. 6º, permitindo que os administradores utilizem demonstrações financeiras com prazo superior a 180 dias, mas sempre inferiores a 360, desde firmem declaração, a ser divulgada junto com as demonstrações financeiras, de que não houve alteração relevante na situação econômico-financeira da sociedade que administram posterior à data base das demonstrações.



A ANBIMA sugere a exclusão do inciso I do art. 6º da Minuta porque as sociedades que não são companhias abertas não publicam usualmente demonstrações financeiras trimestrais e, assim, suas demonstrações dificilmente apresentariam coincidência de data base com aquelas das companhias abertas.

Como esclarecido no Edital de Audiência Pública SDM nº 04/2013, os arts. 12 e 13 da Instrução CVM nº 319, de 1999, determinam que as demonstrações financeiras, tanto das companhias abertas quanto de empresas sem registro na CVM, que servirem de base para operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta devem ser elaboradas de acordo com as disposições da legislação societária e normas da CVM, bem como auditadas por auditor independente registrado na CVM. A CVM também já tem exigido que tais demonstrações financeiras tenham a mesma data-base.

O inciso I é assim, em parte, decorrência parcial de um comando legal que determina que na incorporação de controladas os patrimônios devem ser avaliados na mesma data (art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976) e, em parte, um reflexo da prática de mercado que, via de regra, levanta as demonstrações específicas para essas operações em finais de trimestres.

Deve-se esclarecer ainda que, para cumprir o comando de que a data base das demonstrações financeiras seja a mesma para todas as sociedades envolvidas, a companhia aberta não precisa utilizar o último formulário de informação divulgado. Observado o prazo previsto no art. 6º, a companhia aberta poderá utilizar qualquer informação contábil divulgada.

IBRACON sugeriu que, no caso de incorporação de subsidiárias integrais, as demonstrações financeiras não precisariam respeitar o prazo estabelecido pelo inciso II do art. 6º, porque a operação não produziria “efeito nas demonstrações financeiras consolidadas, nem no resultado da controladora”.

Em relação à primeira proposta do IBRACON, a CVM entende que ela já está endereçada na Minuta porque a incorporação de subsidiárias integrais não causam qualquer diluição e, por isso, nos termos do art. 10, estão dispensadas das obrigações previstas no capítulo III.

Fernandes Figueiredo Advogados sugeriu que, no **caput** do art. 6º, a expressão “divulgação” fosse substituída por “publicação”, para estar claro que as demonstrações financeiras devem ser publicadas “em jornais de grande circulação”.

A sugestão de Fernandes Advogados não foi acatada porque é suficiente que as demonstrações financeiras estejam disponíveis, da mesma forma que as demais informações e documentos que requer a Instrução CVM nº 481, de 2009, na página da CVM na rede mundial de computadores para que os acionistas possam participar da assembleia geral que decidirá a operação. O termo “divulgação”, nesse



sentido, é o mais correto, tendo em vista que não é intenção da CVM exigir que as demonstrações financeiras sejam publicadas em jornais.

Em relação ao §1º do art. 6º, Fernandes Advogados propõe o esclarecimento, no texto da Minuta, de que, “*nos casos de a sociedade incorporadora ser uma sociedade limitada, não se aplicam as disposições da minuta, haja vista a necessidade de OPA*”. Ademais, o participante sugere que as “*empresas de pequeno porte e as sociedades anônimas de capital fechado*” sejam dispensadas da obrigação de auditoria independente prevista pelo inciso II do §1º do art. 6º da Minuta, porque esta previsão poderia “*inviabilizar algumas operações*”.

Em relação à primeira sugestão, presumindo que o participante esteja se referindo ao §3º do art. 223 da Lei nº 6.404, de 1976, é relevante notar que, ainda que exista o recesso no caso de incorporação por uma sociedade limitada, referido remédio não substitui as informações que são exigidas pela Minuta, uma vez que o acionista sempre pode entender que é mais vantajoso ficar na companhia que vender suas ações. Fazer essa decisão só é possível se ele tiver a sua disposição um corpo de informações robusto.

Em relação à segunda proposta, a CVM entende que ela já está endereçada na Minuta porque a incorporação de subsidiárias integrais não causam qualquer diluição e, por isso, nos termos do art. 10, estão dispensadas das obrigações previstas no capítulo III.

Machado Meyer Advogados entende que a obrigação prevista pelo §1º do art. 6º da Minuta apresenta dificuldades para sociedades que não sejam companhias abertas e, por isso, não costumem elaborar suas demonstrações financeiras de acordo com a Lei das S.A. e com as normas da CVM, em especial o longo tempo e altos custos para a elaboração das demonstrações de acordo com a Lei das S.A. e ausência de informações históricas contábeis suficientes para a preparação de demonstrações financeiras completas. Pelos motivos apontados, o participante sugere, no caso de sociedades que não sejam companhias abertas, a substituição da divulgação de demonstrações financeiras auditadas pela “*de laudo de avaliação patrimonial contábil preparado por auditor independente registrado na CVM*”.

Por fim, Mattos Filho Advogados afirma que a autoridade reguladora do mercado de capitais dos EUA não requer que uma companhia ou empresa envolvida, seja ela aberta ou não, apresente demonstrações financeiras auditadas além daquelas demonstrações financeiras anuais regularmente auditadas.

Os arts. 12 e 13 da Instrução CVM nº 319, de 1999, já determinam que as demonstrações financeiras, tanto das companhias abertas quanto de empresas sem registro na CVM, que servirem de base para operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta devem ser elaboradas



de acordo com as disposições da legislação societária e normas da CVM, bem como auditadas por auditor independente registrado na CVM. Assim, as sugestões não foram acatadas.

A ABRASCA sugere a seguinte adição ao final do §2º do art. 6º da Minuta “*neste caso, acompanhados dos relatórios de revisão dos auditores independente*” para evitar a interpretação de que as informações trimestrais regulares devam passar a ser submetidas a processo de auditoria completa.

A CVM entende que não é necessário tal ajuste porque as informações trimestrais regularmente exigidas para cumprimento de obrigações periódicas junto à CVM mencionadas na Minuta são aquelas acompanhadas somente dos relatórios de revisão. A redação atual, portanto, já atende à preocupação da participante.

O IBRACON propôs que a CVM exclua o § 2º ou esclareça qual o conjunto de demonstrações financeiras que será exigido, tendo em vista que o item 24.9 do Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2007 esclarece que o art. 12 da atual Instrução CVM nº 319, de 1999, somente exige que o balanço patrimonial e as demonstrações de resultado sejam objeto de auditoria em caso de operações de fusão, cisão e incorporação.

Em relação à sugestão do IBRACON, é importante esclarecer que as informações trimestrais cumprem com o item 24.9 do Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2007, de modo que o § 2º não é incompatível com as orientações emitidas pelas áreas técnicas da CVM.

### **3.7 Informações Financeiras Pro Forma (art. 7º)**

A ABRASCA apresentou preocupação com os questionamentos que poderão surgir sobre as diferenças entre as informações financeiras **pro forma** elaboradas por exigência do art. 7º da Minuta, que seguirão o disposto na Orientação Técnica OCPC nº 6, e as demonstrações financeiras apresentadas depois de concluída a operação, que deverão respeitar o previsto no Pronunciamento Técnico CPC 15.

A associação avaliou também que, em alguns casos, não haveria tempo suficiente para a elaboração das informações **pro forma**. Por fim, concluiu que a divulgação das informações financeiras **pro forma** não justificaria os custos envolvidos para sua elaboração, o impacto direto no cronograma da operação e os riscos relacionados à divulgação das estratégias de negócio das companhias envolvidas. A proposta da ABRASCA é a de que a “disponibilização de informações financeiras **pro forma** seja facultativa, a critério das sociedades envolvidas”.





Mattos Filho Advogados e ANBIMA se posicionam de maneira bastante similar à associação. A ANBIMA ressalta que a elaboração de **pro forma** demandaria tempo e recursos relevantes, especialmente quando as companhias adotam padrões contábeis distintos, quando a prévia conciliação das contas e rubricas é necessária para o início dos trabalhos.

Faoro Advogados, considerando a subjetividade inerente à elaboração das informações financeiras **pro forma**, sugeriu o acréscimo do seguinte inciso ao art. 7º da Minuta: “*evidenciar as projeções e respectivas premissas utilizadas na sua elaboração, bem como vir acompanhadas de justificativas e explicações qualitativas*”.

Em todas as propostas que faz, a CVM sempre pondera os custos e os benefícios de qualquer exigência normativa. A CVM continua convencida de que, apesar dos custos envolvidos na elaboração das informações **pro forma**, seus benefícios justificam a manutenção da obrigação apresentada no art. 7º da Minuta. Nesse sentido, as sugestões dos participantes não foram acatadas.

É importante chamar a atenção para dois fatos. O primeiro é o de que a proposta não exige a preparação de **pro forma** para toda e qualquer operação. Conforme disciplinado no art. 10 da proposta, somente operações que causem uma diluição superior a 5% estão sujeitas a esse comando, de forma que os custos de elaboração adicionais somente incidirão sobre operações minimamente relevantes.

O segundo fato que merece ser mencionado, em especial por conta das preocupações da ABRASCA, de que haveria riscos relacionados à divulgação das estratégias de negócio das companhias envolvidas, bem como questionamentos caso as demonstrações financeiras **pro forma** fossem diferentes das demonstrações apresentadas ao final da operação, é que a Orientação Técnica do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – OCPC nº 6, aprovada pela Deliberação CVM nº 709, de 2013, é cãndida ao esclarecer o escopo das demonstrações **pro forma**: “[a]s informações financeiras **pro forma** devem somente ilustrar os efeitos de uma transação específica, mensuráveis de maneira objetiva (a partir dos valores históricos), excluindo os efeitos baseados em estimativas e julgamentos sobre como as práticas e decisões operacionais da administração poderiam ou não ter afetado as demonstrações contábeis históricas em decorrência da transação. Informações sobre os possíveis ou esperados impactos de decisões tomadas pela administração atual em decorrência da transação, como se tivessem sido tomadas em períodos anteriores, são consideradas projeções e não fazem parte do alcance desta Orientação.” Assim, é natural e esperado que as demonstrações financeiras das companhias combinadas tenham informações diferentes das **pro forma**, uma vez que elas refletirão decisões da administração e sinergias não capturadas pelas **pro forma**.

Com a Orientação Técnica do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – OCPC nº 6, aprovada pela



Deliberação CVM nº 709, de 2013, responde-se também à preocupação de Faoro Advogados, uma vez que tal orientação exige que as informações **pro forma** devem ser apresentadas com notas explicativas que evidenciem as premissas utilizadas em sua elaboração.

O IBGC entende que a operação de incorporação de controlada integral não necessitaria seguir a instrução a que se refere o art. 7º, uma vez que as demonstrações financeiras consolidadas contemplam de forma inerente as operações incorporadas.

IBRACON, com o mesmo fundamento, sugere que a elaboração de informações financeiras **pro forma** não seja exigida no caso de incorporação de subsidiária integral. O instituto ainda indica que a norma determine onde as informações financeiras **pro forma** deverão ser divulgadas.

Em relação às sugestões do IBGC e do IBRACON de que a elaboração de informações financeiras **pro forma** não deve ser exigida no caso de incorporação de subsidiária integral, é importante observar que, segundo o art. 10 da Minuta, o capítulo III não se aplica a incorporações que representem uma diluição inferior a 5%. Como na incorporação de subsidiária integral não há diluição, as sociedades envolvidas na operação não precisam cumprir a regra prevista no art. 7º.

Em relação à segunda preocupação apresentada acima pelo IBRACON, deve-se esclarecer que as informações financeiras **pro forma** estão, segundo o item 8 do Anexo 21-A (atual Anexo 20-A) da Minuta, entre as informações que devem ser fornecidas sempre que assembleia geral for convocada para deliberar sobre fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo pelo menos um emissor de valores mobiliários registrado na categoria A. Segundo o art. 6º da referida instrução, o local de divulgação dessas informações é a página da CVM na rede mundial de computadores. Não é necessária, nesse sentido, alteração na norma para satisfazer a preocupação do participante.

Mattos Filho Advogados acredita que seria mais adequado que o critério de “transação relevante”, trazido no item 7 da Orientação Técnica do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – OCPC nº 6, aprovada pela Deliberação CVM nº 709, de 2013, fosse adotado, desconsiderando-se, assim, o percentual de diluição de 5% trazido pelo art. 10 da Minuta.

Comentário semelhante foi feito pelo GEDEC, que afirma que a disciplina da divulgação do **pro forma** já foi contemplada na Orientação Técnica do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – OCPC nº 6, aprovada pela Deliberação CVM nº 709, de 2013, inclusive com regras de dispensa e, por isso, o grupo sugere a exclusão do art. 10 da Minuta.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis editou a Orientação Técnica do Comitê de



Pronunciamentos Contábeis – OCPC nº 6, com a finalidade principal de estabelecer os critérios para compilação, elaboração e formatação de informações financeiras **pro forma**.

Nos termos da Orientação Técnica do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – OCPC nº 6, as informações financeiras **pro forma** são voluntárias para qualquer entidade, exceto se vier a ser requerida legalmente ou por órgãos reguladores. Exigência que passará a ser feita pela CVM, por meio dessa nova instrução.

O conceito de relevância previsto no item 7 da Orientação Técnica do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – OCPC nº 6 engloba qualquer operação que “possa influir de modo relevante na decisão dos usuários das demonstrações contábeis para determinado propósito”. Adicionalmente, a Orientação estabelece parâmetros objetivos a partir dos quais é “presumida a relevância”. Esse parâmetro é de 20% para transações já ocorridas e de 50% para “transações prováveis”, tendo como denominador o ativo consolidado da adquirente ou o seu resultado.

Esses critérios objetivos não abrangeriam o conjunto de operações a serem consideradas relevantes pelos acionistas das companhias abertas, às quais a Minuta seria aplicável. A Minuta adota como critério único de relevância para todas as exigências informacionais, o impacto de diluição da operação sobre os acionistas dos emissores registrados na Categoria A.

Por essas razões, a sugestão não foi aceita.

Mattos Filho Advogados entende, ainda, ser útil dispor sobre um critério claro referente ao momento em que as informações financeiras **pro forma** e informações financeiras históricas da empresa são requeridas. A esse respeito, a Regra 305, da **Regulation S-X** da **U.S. Securities and Exchange Commission**, é comumente utilizada como referência no mercado de capitais brasileiro, especificamente em operações que envolvam oferta de valores mobiliários em outros países. Essa regra prevê um requisito específico sobre a produção de informações financeiras **pro forma**, de acordo com determinados critérios.

Tais informações devem ser prestadas no momento de divulgação dos documentos necessários ao exercício do direito de voto, conforme item 10 do Anexo 21 –A (atual Anexo 20 – A).

### **3.8 Laudo de Avaliação (art. 8º)**

A ANBIMA esclarece que há laudos e relatórios que utilizam mais de um critério, inclusive para melhor informar e ilustrar a avaliação, sem prejuízo de adotar um como o mais adequado para determinar



a relação de troca. Dessa forma, a associação sugere um ajuste na redação do §1º do art. 8º da Minuta para esclarecer que os critérios previstos nos incisos II e III somente podem ser utilizados para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, se não tiverem sido utilizados “*como o critério determinante*” para se estabelecer a relação de substituição proposta.

O comentário da ANBIMA é pertinente e está refletido na versão final da Instrução.

AMEC, por outro lado, apresentou o receio de que, por causa da inevitável subjetividade da avaliação por múltiplos de mercado ou fluxo de caixa descontado, sua oficialização possa dificultar o exercício do direito de recesso. Nesse sentido, a associação sugere que a eventual adoção dos métodos de múltiplo de mercado ou fluxo de caixa descontado deverá sempre ser acompanhada pela avaliação do valor do patrimônio líquido das companhias envolvidas na operação societária e que, caso qualquer dos parâmetros se apresente menos vantajoso ao investidor, seja-lhe garantido o exercício do direito de recesso pelo valor do patrimônio líquido a preço de mercado.

Na mesma linha, Faoro Advogados defendeu que os critérios de múltiplos de mercado e de fluxo de caixa descontado seriam inadequados na medida em que são fortemente influenciados pelas premissas fornecidas pela administração da sociedade. Reconhecendo as limitações do critério do valor de patrimônio líquido a preço de mercado, o participante afirmou que se trata do critério que evidencia com maior objetividade a situação econômico-financeira da companhia. Nesse sentido, sugeriu que a utilização de outros critérios, incluindo os critérios de múltiplos de mercado e fluxo de caixa descontado, deve ser excepcional.

O art. 8º reflete os precedentes do Colegiado em relação ao art. 264, da Lei nº 6.404, de 1976. A CVM tem aceitado reiteradamente o critério de avaliação por fluxo de caixa descontado para efeito de elaboração dos laudos exigidos por esse artigo e, esporadicamente e mediante justificativa, o critério de avaliação por múltiplos. Tendo em vista os comentários e preocupações dos participantes, o critério de múltiplos foi retirado do art. 8º que autorizava automaticamente sua utilização.

No entanto, outros critérios, inclusive o de múltiplos, continuarão podendo ser aceitos, caso a caso, mediante solicitação justificada à CVM.

LCCF Advogados sugere que o escopo de aplicação do art. 8º da Minuta seja estendido de forma a regulamentar também a avaliação a que se refere o art. 226, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976.

Em relação à sugestão de LCCF Advogados, ao contrário do que ocorre com o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, cujos precedentes e reflexões da CVM já estão consolidados, o art. 226 ainda não foi



objeto de discussão e, por isso, a CVM entende que, neste momento, é mais adequado limitar a aplicação do dispositivo aos laudos do art. 264. Em função do exposto, a sugestão não foi aceita.

Wulaia Consultoria sugere que o critério de valor de patrimônio líquido a preços de mercado possa ser utilizado apenas para a avaliação de empresas tipo holding de investimentos e empresas cuja continuidade das atividades é incerta.

GEDEC observou que a avaliação de ativos e passivos, o que inclui a participação societária objeto de reestruturação, está disciplinada pelo Pronunciamento Técnico CPC n° 46 – Mensuração a Valor Justo, aprovado para Deliberação CVM n° 699, de 2012. Com isso, para evitar a concorrência de normas sobre a matéria, a Minuta deveria privilegiar as normas contábeis atuais, deixando de disciplinar a avaliação de maneira específica. Nesse sentido, o participante sugere que o art. 8° seja excluído.

Por sua vez, CBAN sugere que os critérios indicados nos incisos do art. 8° possam ser utilizados conjuntamente em um mesmo laudo de avaliação. O participante ainda sugeriu a inclusão, entre os critérios de avaliação previstos pelo art. 8° da Minuta, do “*modelo de avaliação por Lucros Residuais (em inglês, Residual Income Valuation – RIV)*”, que seria um método mais adequado para avaliar empresas fechadas.

Cabe esclarecer que a CVM não está alterando ou de alguma forma modificando o disposto no Pronunciamento Técnico CPC n° 46 – Mensuração a Valor Justo, aprovado para Deliberação CVM n° 699, de 2012, ou as normas de elaboração de avaliação.

O dispositivo visa exclusivamente a esclarecer quais critérios a CVM aceitará, *a priori* e sem necessidade de autorização específica, na elaboração do laudo de que trata o art. 264, da Lei n° 6.404, de 1976. Esses laudos têm um efeito societário específico importante porque são a base do direito de recesso nas operações às quais se aplicam.

Em função do exposto, as sugestões não foram aceitas.

ABRASCA defende que não é razoável que se exija a preparação de laudo de avaliação para as operações de que trata a Minuta nos mesmos termos do laudo exigido para as ofertas públicas. Com isso, sugere a seguinte redação ao §2° do art. 8° da Minuta:

“§2° Os laudos referidos no **caput** devem observar, ~~no que for aplicável,~~ o disposto na regulamentação da CVM acerca da avaliação de companhias objeto de ofertas públicas de aquisição de



ações exclusivamente para a apuração (i) do valor de patrimônio líquido a preços de mercado, (ii) do múltiplos de mercado; e (iii) do fluxo de caixa descontado.”

Na mesma linha, CBAN comenta que o Anexo III da Instrução CVM nº 361, de 2002, pode não ser aplicável de forma abrangente a outras finalidades, como a prevista no art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976. O participante entende que uma solução interessante seria a CVM editar um Parecer de Orientação específico sobre avaliação de empresas.

O Anexo III da Instrução CVM nº 361, de 2002, é estruturado sobre o princípio de que o laudo de avaliação deve ser bem fundamentado e independente em relação aos interesses da administração da companhia avaliada. Tendo em vista que essas são também preocupações centrais da avaliação a que se refere o art. 264 da lei societária, o disposto no §2º do art. 8º da Minuta é perfeitamente adequado. As sugestões dos participantes, pelo exposto, não foram acatadas.

ABRASCA sugere que a Minuta esclareça como deve ser determinado o valor por ação no caso de exercício do direito de recesso, considerando que o laudo de avaliação, dependendo do critério utilizado, pode apurar uma margem de avaliação e não um valor específico. Como solução, a associação sugere que o valor do recesso deva ser determinado pela administração da companhia envolvida, desde que esteja compreendido na margem indicada pelo laudo.

A sugestão foge ao escopo da audiência e, por isso, será guardada para novas oportunidades de aprimoramento da norma.

Fernandes Figueiredo Advogados defende que a Minuta deveria regulamentar três situações: (i) caso o valor da nova avaliação solicitada por acionista não controlador dissidente da operação lhe seja menos favorável do que a avaliação proposta; (ii) a situação do acionista que eventualmente tenha aprovado a operação de fusão, cisão, incorporação ou incorporação de ações e que, uma vez feita a nova avaliação requerida por outro acionistas dissidente, perceba que a nova avaliação lhe era mais favorável; (iii) caso o acionista dissidente não tenha divergido da realização da operação em função da escolha do critério de avaliação, mas o tenha feito por algum outro motivo justificado.

A sugestão foge ao escopo da audiência e, por isso, será guardada para novas oportunidades de aprimoramento da norma. No entanto, cabe notar que a Minuta não propõe que os acionistas dissidentes tenham o direito de requerer novo laudo de avaliação depois da assembleia geral que decidir acerca da operação. Assim, algumas das situações hipotéticas apresentadas pelo participante não são possíveis.

### **3.9 Condição de Liquidez (art. 9º)**





ANBIMA entende que deveria ser feita a troca do índice IBrX-50 pelo IBrX, porque todas as ações do índice IBrX-50 já são parte do IBOVESPA, de modo que, com a troca do IBrX-50 pelo IBrX, composto pelas 100 ações mais líquidas da BOVESPA, haveria um incremento de 30 ações ao que é atualmente coberto pelo IBOVESPA.

A BM&FBovespa apresenta proposta de inclusão de inciso III ao art. 9º, a fim de possibilitar às companhias, mediante pedido justificado feito à CVM, a utilização de novos índices já existentes ou que venham a ser criados.

O comentário da ANBIMA é pertinente, o índice IBrX-50 está contido IBOVESPA, por isso, optou-se por manter somente o IBOVESPA.

Quanto à sugestão de acrescentar o IBrX-100, a CVM acredita que o IBOVESPA é um índice que melhor reflete as ações mais líquidas do país. Por enquanto, no atual estágio de desenvolvimento do mercado brasileiro, o IBOVESPA é menos abrangente que o IBrX-100, mas quando o mercado brasileiro estiver mais evoluído, o IBrX-100 tende a ser menos abrangente que o IBOVESPA. O IBrX-100 sempre olha as 100 ações mais líquidas, ainda que o mercado evolua a um ponto de que as 200 mais líquidas sejam satisfatórias para atender ao critério de liquidez estabelecido pela alínea “a”, inciso II, do art. 137 da Lei nº 6.404, de 1976. O IBOVESPA não tem essa limitação, a quantidade de valores mobiliários que compõe o índice variará de modo a refletir o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

A ANBIMA sugere que a data para verificação da existência de liquidez seja a do anúncio da operação porque proceder à verificação na data da assembleia para aprovação da operação poderia gerar incerteza às companhias que estejam mais próximas do limite desses índices.

Com argumento semelhante e ressaltando a dificuldade de se preparar para assembleia na qual não se sabe se haverá recesso ou não, a ABRASCA, por sua vez, sugere que a data para verificação da existência de liquidez seja a de divulgação dos documentos necessários para o exercício do direito de voto.

Mattos Filho Advogados sugere que a existência de liquidez seja verificada na data de convocação da assembleia que for deliberar sobre a operação, visto que a existência do direito de recesso é uma informação relevante para a consideração da administração na proposta da operação e para a deliberação dos acionistas.



Ulhôa Canto Advogados propõe que existência de liquidez seja verificada na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia para aprovação da operação ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior.

A BM&FBovespa sugere que seja dada maior clareza à data de verificação de existência de liquidez, e o uso da expressão “deliberação” ao invés de "aprovação" da operação.

Faoro Advogados acredita que a liquidez deva ser verificada não apenas no momento da assembleia que deliberar sobre a aprovação, mas durante todo o processo, que se inicia com a divulgação da operação ao mercado.

A sugestão de alteração da data de verificação da existência de liquidez é pertinente e a sugestão da ANBIMA está refletida na nova versão final da norma. A CVM acredita que a preocupação de clareza da BM&FBovespa e de previsibilidade da ABRASCA foram endereçadas com a nova redação.

As sugestão dada pelo Faoro Advogados, assim como a proposta inicial, pecam pela falta de previsibilidade, de forma que, em situações mais limítrofes, nem a companhia nem os investidores saberão se haverá ou não recesso por todo o período entre a divulgação e a convocação da assembleia, dificultando a decisão de investimento ou desinvestimento.

### **3.10 Exceção das Obrigações (art. 10)**

ABRASCA entende que a Minuta não deixa claro todas as possibilidades de dispensa previstas pela CVM no âmbito de uma operação, restringindo as hipóteses de dispensa de obrigações relativas à divulgação de informações e demonstrações financeiras.

A associação menciona a existência da Deliberação CVM nº 559, 2008, que delega à SEP a possibilidade de se manifestar sobre a dispensa de elaboração de laudo, publicação na imprensa do Fato Relevante de que trata o art. 2º da Instrução CVM n º 319, de 1999; e elaboração de demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM, nos termos do art. 12 da Instrução CVM nº 319, de 1999. Por isso, entende que a Minuta deveria prever expressamente as dispensas (i) de elaboração de laudos de avaliação para os fins do art. 264 da Lei 6.404, de 1976; e (ii) de demonstrações financeiras **pro forma**, previstas no art. 7º da Minuta, nas hipóteses em que a companhia aberta seja detentora de 100% do capital social da sociedade incorporada ou incorporadora.



A associação sugere, ainda, a inclusão da dispensa de divulgação do Anexo 21-A, considerando não ser razoável obrigar a companhia que se enquadre nas exceções acima a divulgar todas as informações do Anexo 21-A. A associação faz sugestões de redação para todos esses comandos.

A CVM entende que a maior parte das delegações feitas pela Deliberação CVM nº 559, de 2008, perderam o objeto tendo em vista o aprimoramento das regras relativas a anúncio de fato relevante e as propostas da própria Minuta. Além disso, o critério de relevância do art. 10 já engloba virtualmente todas as operações feitas com subsidiárias ou companhias cujo capital seja quase que totalmente detido por uma companhia, tendo em vista que tais operações não causarão diluição.

A CVM entende que o Anexo 21-A (atual 20-A) é imprescindível para o exercício do direito de voto e não há na regulamentação da CVM qualquer outra situação em que se dispense a prestação das informações relevantes para o exercício desse direito.

Pelo exposto, as sugestões da participante não foram aceitas.

Mattos Filho Advogados e Previ sugerem que somente o capítulo III seja dispensado no caso de diluição inferior a 5%, uma vez que o capítulo II deveria se aplicar a toda e qualquer operação relevante.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

A ANBIMA considera que o critério proposto, de 5% de diluição, é baixo como critério de materialidade, inclusive em face das situações práticas enfrentadas em operações de M&A. Além disso, ele não guarda relação com outros patamares de relevância constantes em outras regras atualmente em vigor e, por isso, sugere que o critério passe a ser 20%.

No mesmo sentido, Carvalhosa e Eizirik Advogados entende que, caso seja mantido o percentual de 5%, para a referida dispensa, esta provavelmente, será aplicada a um número muito pequeno de operações. Isto porque, em princípio, apenas estariam por ela abrangidas as hipóteses em que a companhia incorporada tenha patrimônio inferior a 5% do patrimônio da companhia aberta incorporada. A propósito, entende que podem ser utilizados, por analogia, as regras da Lei nº 6.404, de 1976, que estabelecem ser relevantes as operações nas quais o patrimônio da sociedade adquirida é igual ou superior a 10% do patrimônio líquido da companhia adquirente (arts. 256, I, c/c 247, § único, alínea a, ambos da Lei nº 6.404, de 1976).

Conforme já destacado neste relatório, qualquer operação societária que envolva companhias abertas está sujeita à Lei nº 6.404, de 1976. O disposto na Instrução CVM nº 319, de 1999, bem como o



proposto na Minuta, são comandos regulamentares que visam, sobretudo, a conferir maior transparência a operações relevantes que envolvam companhias abertas.

Assim, as operações cuja diluição seja relativamente pequena não estarão sujeitas aos requisitos adicionais de transparência trazidos pela Minuta, sem prejuízo da competência da Superintendência de Relações com Empresas para analisar tais operações tendo em vista o atendimento dos comandos da Lei nº 6.404, de 1976.

Diante das diferentes sugestões de alterações de elevação dos percentuais, a CVM fez um levantamento das operações ocorridas nos exercícios de 2014 e 2015 e identificou que das 47 operações às quais potencialmente se aplicariam as novas regras, somente 3 ficariam acima do critério proposto na Minuta original (5%), uma operação ficou entre 1% e 5%, com diluição de 2,31%, as demais operações tiveram percentual de diluição inferior a 1%.

Esse resultado demonstra que o critério inicialmente proposto cumpre adequadamente com a função de separar aquelas operações de pouca relevância daquelas que precisam ser analisadas com maior cuidado, além de demonstrar que um percentual inferior a 8% das operações estariam sujeitas aos novos requisitos de transparência (em especial, a necessidade de divulgar demonstrações financeiras **pro forma**).

Nessas operações analisadas por este levantamento sobre as quais incidiriam os novos requisitos, o percentual de diluição foi de 50%; 16,29% e 12,27%. Esses números demonstram que um incremento de 5% no valor inicialmente proposto na Minuta não alteraria o resultado ou diminuiria os custos de implementação das novas regras. Além disso, a CVM considera que a proposta da ANBIMA geraria um incremento excessivo de 150% no percentual inicialmente proposto e deixaria de fora operações efetivamente relevantes para os minoritários.

Por essas razões, o percentual de 5%, inicialmente proposto, foi mantido.

Em sentido contrário, o IBRACON sugere revisitar a dispensa da exigência para o parâmetro de 5%, já que as demonstrações financeiras podem incluir outros assuntos importantes, não necessariamente limitados à diluição de mais ou menos 5%; e para os casos de incorporação de controladas cuja participação era 100%, pois não produz efeitos nas demonstrações financeiras consolidadas, porque todos os efeitos já são capturados nas demonstrações financeiras.

No mesmo sentido, Previ complementa sua manifestação dizendo que as obrigações previstas no Capítulo III, art 6º, não devem ser excepcionadas. A obrigação da elaboração de informações financeiras,



constantes do art. 7º, deve ser mantida quando, além de sua relevância determinada pelos critérios estabelecidos pelas normas, orientações e interpretações contábeis, puder ensejar alteração na percepção de valor da companhia resultante pelos investidores.

A CVM entende que a proposta tem o mérito de equilibrar o interesse das companhias de realizarem operações de maneira célere e menos custosas, quando causam menor impacto para os acionistas e de atender aos interesses dos investidores a obter mais informações, a um maior custo, quando tais operações impactam os acionistas de maneira relevante. Assim, as sugestões não foram acatadas.

Lobo & De Rizzo Advogados considera necessária a inclusão da fusão como uma das operações compreendidas na hipótese de dispensa das obrigações previstas nos capítulos II e III, caso a operação não represente uma diluição superior a 5%. A recomendação é baseada no fato de a fusão, para esses efeitos, poder ser equiparada à incorporação e à incorporação de ações (operações que constam da redação do referido art. 10). Não haveria razão para que, quando a operação representar diluição inferior a 5%, não houvesse a necessidade de cumprimento de tais obrigações nas hipóteses de incorporação ou incorporação de ações, mas sim para a fusão.

A sugestão é pertinente e está refletida em novo parágrafo acrescentado ao artigo.

### **3.11 Acréscimo do art. 21-A e do Anexo 21-A (atuais art. 20-A e Anexo 21-A) e (art. 12)**

Faoro Advogados recomendam que a CVM determine a disponibilização do material de assembleia 1 mês antes da realização do conclave, tendo em vista a reconhecida importância que estas informações possuem para que os acionistas balizem o seu voto e a complexidade das questões jurídicas, econômicas e financeiras que precisam ser analisadas, tanto pelos acionistas, como pela própria CVM.

A sugestão foge ao escopo dessa audiência e, por isso, será guardada para novas oportunidades de aprimoramento da norma.

### **3.12 Anexo 21-A (atual 20-A)**

#### **3.12.1 Item 2 – Acordos, contratos e pré-contratos relativos ao exercício do poder de controle**

ABRASCA entende que, considerando que a divulgação dos acordos de acionistas regulando o exercício do poder de controle das companhias abertas já é regulada no art. 2º, parágrafo único, incisos II



e III, da Instrução CVM nº 358, de 2002, seria redundante a mesma exigência no âmbito da Minuta. Sugere, portanto, a exclusão do referido item.

ANBIMA sugere que os acordos, contratos e pré-contratos devam ser definitivos e em vigor na data da convocação. A razão para tal inclusão é estabelecer que somente os documentos em vigor na data da convocação precisam ser divulgados. Em operações de M&A, há versões preliminares de documentos e acordos que podem deixar de valer ou ser substituídos por outros na medida em que o negócio avança – um exemplo típico é o memorando de entendimentos (MoU), documento preliminar que normalmente deixa de valer no momento em que os contratos definitivos são formalizados. Documentos que não estão em vigor na data da convocação não deveriam ser divulgados, porque poderiam desinformar e confundir os acionistas em relação aos termos vigentes da transação.

Mattos Filho Advogados entende que deva ser esclarecido que a referência a “acordos, contratos e pré-contratos” exigidos seja feita apenas com relação àqueles devidamente arquivados na sede social da respectiva sociedade.

Lobo & De Rizzo Advogados sugere que a referida obrigação seja aplicada somente com relação às sociedades das quais os titulares de valores mobiliários em circulação se tornem titulares de valores mobiliários, e não com relação a todas as sociedades subsistentes ou resultantes da operação. Essa recomendação se dá pois é possível que haja companhias fechadas envolvidas na operação nas quais não haverá ingresso de acionistas do mercado.

Os comentários são parcialmente pertinentes. A redação foi ajustada para alinhá-la exatamente ao que hoje já é exigido no formulário de referência.

### **3.12.2 Item 3 – Descrição da operação**

#### **3.12.2.1 Item 3, subitem “b” – Obrigação de indenizar**

ANBIMA sugere que seja limitada a divulgação à existência ou não de obrigações de indenizar. Isso porque as cláusulas de indenização costumam ser meios pelos quais os administradores procuram proteger a companhia e todos os seus acionistas de potenciais perdas futuras relacionadas a riscos e contingências atinentes às operações de M&A. Contudo, a descrição pública e detalhada das contingências em relação às quais as obrigações de indenizar foram estabelecidas, em muitos casos, pode ser prejudicial aos interesses da companhia e de todos os seus acionistas (inclusive os minoritários), na medida em que pode ensejar ou acelerar a materialização da perda ou da contingência.





A associação lembra, ainda, que a Instrução CVM nº 358, de 2002, estabelece que certas informações podem deixar de ser divulgadas se os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. Tal prerrogativa deveria se aplicar ao item 3.

BM&FBovespa entende que a redação do item relacionada às “obrigações de indenizar” é genérica, podendo gerar múltiplas interpretações. Sugere, então, o aperfeiçoamento da redação, de forma a esclarecer qual informação deverá ser divulgada em razão desta exigência.

Machado Meyer Advogados sugere aclarar a intenção da norma proposta no presente item, conforme da seguinte forma “*obrigações de indenizar entre as partes, exceto por aquelas já previstas em lei*”.

Os comentários são parcialmente pertinentes. A redação foi ajustada para refletir as sugestões.

### **3.12.2.2 Item 3, subitem “d” – Consequências tributárias da operação**

ABRASCA entende que o conceito de “consequências tributárias” é demasiadamente amplo e específico, uma vez que um ato societário pode acarretar consequências tributárias em diversas esferas, federal, estadual, municipal. Desse modo, sua divulgação completa poderia acarretar diversos efeitos prejudiciais às sociedades enquanto contribuintes. A associação lembra, ainda, que é bastante comum que as operações, com base em incentivos fiscais e inteligência fiscal subjacente, acarretem consequências tributárias que possam beneficiar o negócio, o preço negociado, o preço futuro de produtos/serviços relacionados à atividade comercial da companhia. A divulgação de um benefício fiscal específico, portanto, poderia ser prejudicial à operação por se tratar de elemento estratégico.

Por estas razões, a associação sugere que a divulgação de informações de natureza tributária a título de “consequências tributárias” deveria se restringir àquelas informações que o próprio CTN, em seu art. 198, § 3º, expressamente determina como sendo de divulgação não restritiva, a saber: (i) existência de representações fiscais para fins penais; (ii) existência de inscrições em dívida ativa; e (iii) existência de parcelamento de débitos fiscais ou moratória.

Em linha semelhante, BM&FBovespa e Carvalhosa e Eizirik Advogados sugerem a exclusão do item, pois sua divulgação pode ser prejudicial à companhia e a seus acionistas, colocando em risco eventual planejamento tributário legítimo realizado no âmbito de uma operação de reorganização societária. Além disso, aponta a BM&FBovespa, caso a operação acarrete algum benefício fiscal, tal informação constaria do item 5, subitem “a”, inciso “ii”, do Anexo 21-A (atual Anexo 20-A), da Instrução CVM nº 481, de 2009.



Machado Meyer Advogados, por sua vez, considera a redação proposta muito ampla, não deixando claro se é necessário informar as consequências tributárias da operação em si ou as consequências tributárias advindas para a companhia em decorrência da operação. Com isso, entende que o referido item deveria ser mais objetivo e específico, utilizando-se, inclusive, de exemplos de possíveis consequências tributárias da operação para a companhia.

As sugestões são parcialmente pertinentes e o item foi retirado da redação final da norma, tendo em vista a permanência do item 5 “a” “ii” – benefícios fiscais.

### **3.12.2.3 Item 3, subitem “e” – Necessidade de aprovação por debenturistas**

Faoro Advogados sugere que a redação seja complementada com a expressão “*ou outros credores das sociedades envolvidas na operação*”, de modo a melhorar a qualidade da informação disponibilizada, bem como a evidenciar possíveis situações de conflito de interesse entre interessados na operação.

A sugestão é pertinente e a redação foi ajustada para refleti-la.

### **3.12.2.4 Item 3, subitem “g” – Registro de emissor**

BM&FBovespa entende que, considerando que os prazos e condições para a obtenção de registro da companhia aberta já constam das normas correspondentes da CVM, e em benefício da prestação ao investidor apenas das informações realmente relevantes, o dispositivo deva exigir que a companhia divulgue somente a intenção de obter o registro de emissor e o prazo em que pretende fazer tal pedido.

A sugestão é pertinente e está refletida na versão final da Instrução.

### **3.12.3 Item 4 – Condução dos negócios sociais**

ABRASCA entende que a divulgação de planos para a condução dos negócios sociais poderia ser prejudicial aos negócios da companhia, na medida em que seus concorrentes poderiam ter acesso às estratégias comerciais da companhia para a exploração e desenvolvimento de seu negócio social. Especificamente no que se refere aos eventos societários, entende que a divulgação seria precipitada.

A divulgação do plano de condução dos negócios sociais é evento bastante corriqueiro que não envolve informações estratégicas. Por esse motivo, a sugestão não foi acatada.



### 3.12.4 Item 5 – Aspectos da operação

#### 3.12.4.1 Item 5, subitem “a” – Principais benefícios esperados

Ulhôa Canto Advogados e Lobo & De Rizzo Advogados sugerem que o subitem “a” seja integralmente excluído do item 5. Segundo os participantes, as informações sobre sinergias, ganhos de eficiência administrativa e vantagens estratégicas teriam cunho estratégico e sua divulgação poderia ser prejudicial à operação pretendida e à companhia.

De acordo com Ulhôa Canto Advogados, haveria três grandes custos. O custo de divulgação pública (e preliminar à aprovação da operação) de planos de redução de pessoal e corte de despesas em geral. O segundo advém da necessidade de a administração divulgar **forward-looking information**, com resultados futuros incertos. Sobre esse aspecto, Ulhôa Canto Advogados salienta que mesmo em mercados mais desenvolvidos, há relutância na forma e na própria obrigação relativa à chamada **soft information**. O terceiro deriva do custo externo causado à companhia, resultante da divulgação de informações confidenciais e estratégicas.

ABRASCA entende que os incisos “i”, “ii” e “iv” devem ser excluídos da Minuta porque a estimativa e a previsão de tais informações são complexas e envolvem um grande grau de incerteza. Para a associação, apenas quando a operação fosse implementada seria possível verificar sinergias e benefícios fiscais. Além do mais, as sinergias, benefícios fiscais e vantagens estratégicas são informações sensíveis da companhia que, uma vez divulgadas, deixariam a companhia vulnerável a seus concorrentes. A associação complementa seu raciocínio afirmando que cabe aos administradores da companhia, caso a caso, decidirem, conforme a legislação e regulamentos aplicáveis, se os benefícios fiscais obtidos ou esperados são relevantes e devem, ou não, ser divulgados aos acionistas e ao mercado.

Machado Meyer Advogados sugere a exclusão dos subitens “i” e “ii” tendo em vista que a divulgação de sinergias e benefícios fiscais ao mercado não seria realizada no melhor interesse das companhias, dado que a exposição de tais informações eliminaria ou reduziria vantagens competitivas obtidas pelas administrações das companhias frente a concorrentes e, em função de fatos alheios à administração, as sinergias e benefícios fiscais esperados poderiam não se concretizar ou serem reduzidos, impondo aos administradores um inibidor exacerbado para a tomada de decisões.

Mattos Filho Advogados sugere a exclusão dos subitens “i”, “ii” e “iv”, por entender que a exigência de referidas informações não é necessária neste momento, sendo apenas aplicável após a concretização da operação e caso representem fato relevante nos termos da regulamentação em vigor –



por se tratar de informações delicadas, incertas e que podem expor a companhia, em prejuízo de seus acionistas.

Da mesma forma, Carvalhosa e Eizirik Advogados sugere a exclusão do subitem “iii”, uma vez que sua divulgação poderá ser prejudicial à companhia e a seus acionistas.

Faoro Advogados, por sua vez, sugere que, para melhorar a qualidade da informação disponibilizada, a redação do subitem “ii” seja complementada da seguinte forma: “(ii) *sempre que os ganhos de sinergia forem estimados pelos administradores, as estimativas devem ser divulgadas*”.

A CVM entende que essas informações são importantes para a tomada de decisão por parte dos acionistas. Assim, as sugestões não foram acatadas.

ANBIMA sugere a exclusão do subitem “iii” uma vez que os ganhos de eficiência administrativa esperados são espécies de sinergias, o que já está contemplado no subitem “i”.

A sugestão é pertinente e a redação foi ajustada para refleti-la.

#### **3.12.4.2 Item 5, subitem “c” – Fatores de risco**

Machado Meyer Advogados sugere esclarecer a intenção da norma proposta, uma vez que pode se tratar, dentre outros, dos fatores de risco da realização da operação ou dos fatores de risco da comunhão das atividades das sociedades envolvidas na operação, bem como dos fatores de risco dos respectivos setores de atuação.

O item 5 determina que se analise os fatores de risco relativos à operação.

#### **3.12.4.3 Item 5, subitem “d” – Operações alternativas**

ABRASCA entende que essa determinação excede o propósito da função de publicidade das informações que devem ser disponibilizadas aos acionistas para decidirem sobre a operação. Isso porque se trata de informações de pouca valia para o acionista, já que o item requer a divulgação das alternativas que poderiam ter sido utilizadas e não das informações completas nas quais se baseou a administração para chegar à suas conclusões. Para associação, tal divulgação poderia ocasionar questionamentos públicos por parte dos acionistas e investidores – muitas vezes sem fundamentos devido à falta de informações completas. A associação também considera tais informações estratégicas.



ANBIMA sugere a exclusão do subitem, pois não parece útil ao processo discorrer sobre todas as possíveis e eventuais alternativas para atingir o mesmo objetivo. Primeiro, porque elas não necessariamente são finitas. Segundo, porque o administrador já tem o dever fiduciário de escolher pela melhor opção, visando à geração de valor para a companhia e para seus acionistas.

BM&FBovespa sugere que o item seja excluído em razão de não trazer qualquer vantagem adicional para o exercício do direito de voto pelo acionista ao qual a operação é submetida. Todas as decisões dos administradores, inclusive as relativas ao prosseguimento ou não de operações societárias, são sempre pautadas pelo seu dever de diligência e pelo seu juízo quanto ao que melhor atende aos interesses da companhia, orientando sua escolha em função de vantagens e desvantagens de uma alternativa em relação à outra. Exigir que as eventuais alternativas estudadas e suas desvantagens sejam reveladas ao público poderia ser prejudicial para as companhias envolvidas, especificamente quando implicar a revelação de estratégias empresariais que não tenham, em um dado momento, se mostrado viáveis. Ressalta, também, que alternativas avaliadas pela administração da companhia podem estar sujeitas a obrigações de confidencialidade.

Carvalhosa e Eizirik Advogados pondera que, ao propor a realização de uma operação societária, é natural que as administrações das companhias envolvidas optem por determinada estrutura jurídica, descartando outras estruturas alternativas em função de desvantagens que estas apresentem em relação à primeira. No entanto, exigir que estas desvantagens sejam reveladas ao público seria prejudicial para as companhias envolvidas, pois as sujeitaria a toda sorte de questionamentos por parte de terceiros que se sentirem prejudicados em face da estrutura adotada.

Machado Meyer Advogados entende que sua divulgação ao mercado não seria realizada no melhor interesse das companhias, dado que (i) são todas soluções legítimas e amparadas por dispositivos legais específicos; (ii) são decisões de negócios tomadas pelos administradores no contexto do exercício de suas funções; e (iii) a não adoção de alternativas à operação pode ser motivada por razões intrínsecas às administrações e órgãos deliberativos das companhias, inclusive vinculadas a outras informações estratégicas. Ademais, acredita que essa norma também poderá resultar em consequências negativas na seara tributária, na medida em que essa solicitação pode vir a expor as sociedades envolvidas na operação ao risco de questionamento pelas autoridades fiscais, que poderão se utilizar desse documento para autuar as companhias sob o argumento de planejamento fiscal.

Mattos Filho Advogados entende que a exigência de se analisar eventuais alternativas não deve ser obrigatória, visto que não há necessidade de a sociedade divulgar informações que não possuem relevância. Além disso, a divulgação de informações de tal natureza poderia levar o acionista a uma interpretação distorcida ou limitada.



Lobo & De Rizzo Advogados sugere a exclusão do item por considerá-lo estratégico.

Ulhôa Canto Advogados sugere a exclusão do item, lembrando que o exercício diligente da administração de qualquer companhia envolve, necessariamente, o constante estudo de alternativas de negócios. A divulgação de alternativas que possam ter sido cogitadas pela administração não traria qualquer benefício para os acionistas e, pior, pode trazer à tona eventuais questionamentos desnecessários e, eventualmente, fomentar litígios societários.

Os comentários são parcialmente pertinentes. É compreensível a dificuldade de discorrer sobre estruturas alternativas e outras formas de executar a operação quando se está diante de operações entre partes independentes. Em geral, as estruturas finais refletirão aquilo que foi possível contratar, de forma equilibrada, ainda que não sejam as mais vantajosas possíveis para os acionistas de ambos os lados.

No entanto, essa informação é bastante relevante quando se está diante de transações entre partes relacionadas nas quais as estruturas são opções unilaterais dos administradores e entender as razões de porque tais estruturas foram adotadas é importante para avaliação da operação e do cumprimento dos deveres fiduciários dos administradores.

Tendo em vista o exposto acima, a redação foi ajustada.

#### **3.12.4.4 Item 5, subitem “f” – Informações específicas para operações com controladas**

Machado Meyer Advogados sugere a exclusão do subitem “iii”, dado que não há vinculação prevista pela legislação aplicável entre a aquisição prévia de controle ou a aquisição de participação em bloco de controle e uma operação de fusão, cisão, incorporação ou incorporação de ações subsequente.

As operações ocorridas nos últimos 12 meses, em especial os preços pagos, são parâmetros importantes para avaliação da operação já usados pela CVM em outras regras, como aquelas que tratam de ofertas públicas para aquisição de ações.

Em relação ao subitem “iv”, a ANBIMA sugere que a redação do inciso seja alterada, de modo a se tornar compatível com o Parecer de Orientação CVM nº 35, de 2008, que se refere ao termo “equitatividade” ao tratar da relação de troca e não “comutatividade”.

O termo comutatividade é usado pelo art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, por isso, foi mantido.





BM&FBovespa, por sua vez, entende que, nos termos do art. 245, da Lei 6.404, de 1976, as operações entre companhias controladas devem observar condições estritamente comutativas ou devem prever pagamento compensatório adequado. Dessa forma, é possível que a relação de substituição não seja comutativa, mas, para isso, deve existir pagamento compensatório adequado. Em razão dessa regra, sugere a seguinte redação: *“justificativa de por que a relação de substituição é comutativa, com a descrição dos procedimentos e critérios adotados para garantir a comutatividade da operação, ou, caso a relação de substituição não seja comutativa, detalhamento do pagamento ou medidas equivalentes adotadas para assegurar compensação adequada”*.

Machado Meyer Advogados entende que a obrigação de descrição dos procedimentos e critérios adotados para garantir a comutatividade da operação, se já não compreendida no subitem “ii”, apresenta circunstâncias por vezes delicadas de serem divulgadas ao mercado, com termos negociais adstritos apenas à administração e aos órgãos deliberativos da companhia, não sendo no melhor interesse das companhias que as decisões estratégicas tomadas pelas suas administrações sejam expostas ao mercado. Assim, sugere a exclusão do trecho final do subitem onde se lê: *“com a descrição dos procedimentos e critérios adotados para garantir a comutatividade da operação”*.

O comentário da BM&FBovespa é pertinente e está refletido na versão final da Instrução. A CVM não entende que a descrição dos procedimentos e critérios usados para garantir a comutatividade de uma transação com controladas possa ser estratégica.

Carvalhosa e Eizirik Advogados e BM&FBovespa sugerem que os subitens “v” e “vi” passem a ser itens autônomos, pois a obrigação de divulgar tais documentos deveria ser estendida a todas as operações de reorganização societária, não havendo razão para que ela se restrinja às operações entre companhias controladas.

O comentário é pertinente e está refletido na Minuta. Passam a ser os itens 6 e 7 na versão final da Instrução.

Em relação ao subitem “vi”, a ANBIMA sugere que sejam apresentados apenas os documentos finais, a fim de não confundir os acionistas.

A ABRASCA entende que não é necessária a apresentação de pareceres mencionados no subitem “vi”, pois tais documentos, usualmente obtidos pelo controlador, são de seu interesse e não da companhia, além de serem de uso interno da administração.



Machado Meyer Advogados entende que a divulgação dos documentos postos à disposição da administração da companhia não seria realizada no melhor interesse das companhias, dado que (i) as decisões estratégicas tomadas pelas administrações das companhias, a serem submetidas aos acionistas, não devem ser expostas ao mercado senão nos termos e condições já estabelecidos pela legislação aplicável; e (ii) apesar da redução da assimetria de informações entre os investidores e a administração das companhias, a exposição de tais informações eliminaria ou reduziria vantagens estratégicas e eminentemente confidenciais obtidas pelas administrações das companhias frente a concorrentes. Por isso, sugerem o seguinte ajuste à redação: “*cópia de estudos, apresentações, relatórios, opiniões, pareceres ou laudos de avaliação das companhias envolvidas na operação utilizados ou postos à disposição da companhia ou do acionista controlador em qualquer etapa da operação*”.

Ulhôa Canto Advogados, por sua vez, sugere que seja excluída a previsão de divulgação dos documentos atinentes ao acionista controlador. Os documentos relevantes para análise da operação já são, em verdade, fornecidos à própria companhia, não havendo sentido em se obrigar o controlador a divulgar documentos que possam interessar a ele apenas e que, muitas vezes, não são sequer entregues à companhia. Além disso, seria relevante a divulgação apenas dos documentos que tenham sido determinantes para a operação proposta. Dessa forma, sugere que a redação seja alterada para: “*cópia de estudos, apresentações, relatórios, opiniões, pareceres ou laudos de avaliação das companhias envolvidas na operação utilizados ou postos à disposição da companhia ~~ou do acionista controlador~~ em qualquer etapa da operação, que tenham sido determinantes para a definição da operação proposta”.*

No mesmo sentido, Mattos Filho Advogados entende que devem ser disponibilizados os documentos postos à disposição da companhia, sem que haja, entretanto, obrigação de disponibilização dos documentos preparados por solicitação do acionista controlador, para seu interesse apenas e que não tenham sido disponibilizados para a companhia.

Primeiro é importante esclarecer que a Instrução CVM nº 319, de 1999, em seu art. 3º já exige tais informações. A CVM entende que os documentos que instruíram a formação de vontade da administração e do controlador são importantes para a tomada de decisão dos demais acionistas. Por isso, a exigência foi mantida.

Por fim, ABRASCA, ANBIMA, BM&FBovespa, Carvalhosa e Eizirik Advogados, Mattos Filho Advogados e Ulhôa Canto Advogados sugerem a exclusão do subitem “vii”.

Em resumo, os participantes entendem que o administrador da companhia, ao aprovar e encaminhar a operação à deliberação de assembleia geral, já realizou a análise de tais documentos e julgou que a operação traria benefícios à companhia. Após a aprovação da operação pelo administrador



da companhia, quem deve realizar a análise dos documentos indicados no subitem “vi” (atual item 7 da Minuta) é o próprio acionista, que fará seu juízo de valor e decidirá se votará a favor ou contra a operação.

ANBIMA sugere a exclusão de referido subitem porque os documentos listados no item (vi) (atual item 7 da Minuta) são analíticos e técnicos por sua própria natureza. E, por esse motivo, sua elaboração é contratada pelos administradores.

BM&FBovespa sugere sua exclusão, pois a análise dos administradores em relação a tais documentos estará implícita na proposta de operação apresentada aos acionistas e na maneira como essa operação será estruturada. Adicionalmente, o próprio investidor deve realizar a sua análise em relação às informações colocadas à sua disposição e tomar suas decisões de investimento, não sendo adequado que essa análise individual seja substituída ou influenciada pela análise da administração.

Carvalhosa e Eizirik Advogados assinala que não parece fazer o menor sentido que a administração da companhia elabore uma “apresentação” ou “relatório” sobre determinada operação por ela submetida à assembleia geral e tenha que divulgar, em conjunto com tal “apresentação” ou “relatório”, a sua “análise” sobre tais documentos.

Ulhôa Canto Advogados anota que os documentos apresentados já contêm a análise específica sobre aspectos da operação. É desnecessário, senão redundante, exigir que a administração prepare análise sobre esses mesmos documentos, e esta não traria, de fato, nenhum benefício concreto ao mercado.

Os comentários são pertinentes e estão refletidos na versão final da Instrução.

### **3.12.5 Item 9 (atual item 11) – Informações sobre sociedades que não sejam companhias abertas**

ABRASCA entende que a obrigação de produzir e divulgar algumas das informações previstas nesse item, tais como fatores de risco e riscos de mercado, nos termos dos itens pertinentes do formulário de referência, seria demasiadamente onerosa para a companhia aberta envolvida. Desta forma, sugere excluir os subitens “a” e “b”.

ANBIMA também sugere a exclusão dos subitens “a” e “b”, uma vez que o item 5 “c” já solicita explicação dos fatores de risco da operação, de modo que os itens questionados nos parecem desnecessários.



É importante esclarecer que o item 5 “c” diz respeito aos riscos da operação, os itens 9 “a” e “b” (atuais 11 “a” e “b”) dizem respeito aos fatores de risco e riscos de mercado das sociedades envolvidas na operação. A CVM entende que essa é uma informação relevante para subsidiar a decisão a ser tomada pelo acionista, por isso os comentários não foram aceitos.

BM&FBovespa e Carvalhosa e Eizirik Advogados entendem que a exigência da apresentação deste “mini” formulário de referência das companhias fechadas envolvidas na operação é um pouco excessiva, e pode gerar custos injustificáveis para a realização de operações de reorganização societária por companhias abertas. Além disso, a obrigatoriedade de divulgação ao mercado destas informações poderia significar uma desvantagem competitiva para as companhias abertas, correndo, eventualmente, o risco de perder oportunidades de negócios para companhias fechadas ou para empresas multinacionais, que não estarão sujeitas às exigências previstas na Minuta.

Os itens do formulário de referência que, segundo a Minuta, deveriam passar a ser divulgados, entrariam em detalhes que não são levados em consideração pelos acionistas ao decidirem sobre o voto a ser por eles exercido em face de determinada operação proposta pela administração. Por isso, os participantes sugerem:

- (a) em relação aos “fatores de risco” (alínea “a”) manter apenas a necessidade de preenchimento dos itens 4.1 e 4.2 do formulário de referência, excluindo a obrigatoriedade de se fornecer as informações previstas nos itens 4.3 a 4.8;
- (b) na alínea “c” do item 9, manter apenas a necessidade de apresentação dos itens 7.1 e 7.2 do formulário de referência, excluindo a obrigação de se prestar as informações mencionadas nos itens 7.3 a 7.8 do formulário de referência;
- (c) excluir a obrigatoriedade de apresentação do item 15 do formulário de referência, posto que, para os acionistas da companhia aberta, não é relevante ter informações detalhadas sobre a estrutura de capital e controle da companhia fechada antes da conclusão da operação.

Os comentários são parcialmente pertinentes e a redação foi ajustada para reequilibrar as exigências do atual item 11.

### **3.12.6 Itens 11 e 12 (atual itens 13 e 14) – Pessoas vinculadas**

BM&FBovespa e Carvalhosa e Eizirik Advogados sugerem que, para evitar dúvidas a respeito da interpretação desses dispositivos, seja incluída a definição do que se deve entender, para efeito da



elaboração do Anexo 21-A (atual 20-A), pela expressão “pessoas vinculadas”, preferencialmente distinguindo-se das “partes relacionadas” ao emissor (que aparecem mencionadas no número 13 “b”).

Os comentários são pertinentes e a redação foi ajustada para esclarecer que se trata da definição constante da Instrução CVM nº 361, de 2002.

### **3.12.7 Item 13 (atual item 15) – Negociações com valores mobiliários das companhias envolvidas**

ABRASCA e Ulhôa Canto Advogados assinalam que o conceito de “partes relacionadas” trazido pelo Pronunciamento Técnico CPC nº 5, aprovado pela Deliberação CVM nº 642, de 2010, é bastante amplo. Assim, a divulgação das informações referentes às negociações pode atingir um grande número de pessoas e gerar um excesso de informações a serem disponibilizadas.

ABRASCA lembra que grande parte dessas informações já é disponibilizada aos acionistas por meio de outras divulgações obrigatórias, como a exigida pelas normas que tratam de fato relevante e determinam a divulgação de aquisição de participação acionária relevante e suas variações superiores a 5%. Por essas razões, sugere a exclusão desta alínea “b”.

Ulhôa Canto Advogados, por sua vez, sugere que a exigência se restrinja aos diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposições estatutárias, a controladores das sociedades envolvidas na operação.

Lobo & De Rizzo Advogados sugere que seja dado tratamento confidencial às informações individualizadas por nome e detalhamento de operações realizadas em bolsa, similarmente ao que ocorre com a divulgação individual de valores mobiliários por acionistas controlares e administradores de companhias abertas, nos termos do art. 11 da Instrução CVM nº 358, de 2002, de forma que o mercado somente teria visibilidade do relatório consolidado, sem acesso à informação individualizada por pessoa. Sugere, ainda, que a referência a “partes relacionadas” no subitem (b) do referido item 13 seja definida como partes relacionadas nos termos da Deliberação CVM nº 642, de 2010, para que não haja dúvida na interpretação de tal conceito.

Conforme já se infere da redação da Minuta, os dados solicitados devem ser fornecidos de maneira consolidada, em relação ao item “a” e “b”, de forma que o comentário de Lobo & De Rizzo e ABRASCA já estão, de algum modo, parcialmente refletidos na Minuta.

Os parâmetros de preços e quantidades de negócios ocorridos nos meses que antecedem a operação por partes relacionadas e sociedades envolvidas na operação são informações importantes para os



acionistas na avaliação da operação como um todo.

Por esta razão, os comentários não foram aceitos.

BM&FBovespa e Carvalhosa e Eizirik Advogados entendem que há um erro de redação nesse item, devendo o trecho “da companhia objeto” ser substituída por “de emissão das sociedades envolvidas na operação”.

A sugestão é pertinente e foi incorporada à redação final da instrução.

Faoro Advogados com o objetivo de melhorar a qualidade da informação disponibilizada pelos emissores, bem como a evidenciar possíveis situações de conflito de interesse entre interessados na operação, sugere estender o prazo de 6 para 24 meses, além da inserção de mais um subitem com a seguinte redação: “*peçoas contratadas pelas sociedades envolvidas na operação para participar da negociação das relações de troca ou na elaboração de quaisquer dos laudos e demonstrações financeiras exigidos pela legislação vigente*”.

A sugestão do participante, embora tenha mérito, não foi discutida em audiência pública e, por isso, será guardada para eventuais aperfeiçoamentos da norma.

### **3.13 Revogação da Instrução CVM nº 320 e de artigos da Instrução CVM nº 319 (art. 13).**

GEDEC sugere que, considerando que o tratamento do ágio foi substancialmente alterado e materialmente esgotado pelo Pronunciamento Técnico CPC nº 15 (R1) – Combinação de Negócios, e que os seus reflexos tributários são, hoje, um dos pontos mais sensíveis na apuração dos tributos sobre o lucro, o art. 9º da Instrução CVM nº 319, de 1999, seja expressamente revogado.

Conforme mencionado no Edital de Audiência Pública SDM nº 04/2013, os artigos da Instrução CVM nº 319, de 1999, que lidam com o tratamento contábil do ágio e do deságio serão mantidos inalterados, uma vez que a regulamentação tributária dessas matérias é a mesma da época da edição de referida norma e que tais artigos permanecem atuais.

AMEC e Faoro Advogados mostraram preocupação com a revogação de arts. 10, 11 e 15 da Instrução CVM nº 319, de 1999.

AMEC entende que o art. 10 deve ser mantido porque garante aos detentores de diferentes espécies e classes de ações que os ativos por eles detidos sejam adequadamente precificados, mitigando, assim, o





risco de favorecimento de uma ou outra espécie ou classe de ações. Também sugere a manutenção do art. 11 da Instrução CVM nº 319, de 1999, pois ele importa em proteção aos acionistas que tenham investido em companhias menos líquidas. Por fim, compreendem que a eventual revogação do art. 15 da Instrução CVM nº 319, de 1999, será um verdadeiro retrocesso no âmbito regulatório, posto que a eventual supressão das hipóteses objetivas “*do exercício abusivo do poder de controle*” enumeradas em tal dispositivo poderia ser interpretada por alguns emissores como autorização para trilhar caminhos antes proibidos.

Faoro Advogados argumenta que esses dispositivos representavam importantes garantias materiais aos acionistas envolvidos em operações, estabelecendo limites importantes à negociação entre os envolvidos na operação, tendo em vista que a proteção aos acionistas minoritários não deve se resumir ao aspecto informacional. Alegam que os dispositivos dos quais defendem a manutenção não conflitam com a Minuta, ressaltando, inclusive, que o art. 11 da Instrução CVM nº 319, de 1999, ganha nova eficácia a partir da definição proposta pelo art. 9º da Minuta. Em relação ao art. 15 da Instrução CVM nº 319, de 1999, embora sua natureza seja meramente exemplificativa, a supressão de tal dispositivo pode ser interpretada como uma permissão da CVM à realização das referidas condutas que são intrinsecamente abusivas.

O art. 10 da Instrução CVM nº 319, de 1999, é uma decorrência direta dos princípios da Lei nº 6.404, de 1976, como o art. 109, §1º, que determina que as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares. A CVM avaliou cuidadosamente a manutenção do dispositivo, bem como a sua experiência na aplicação da Instrução CVM nº 319, de 1999, e o quão necessário tem sido invocá-lo, e permanece convicta de que os princípios que devem nortear as operações de que trata a Minuta estão bem colocados e são suficientes na Lei nº 6.404, de 1976.

O art. 11 da Instrução CVM nº 319, de 1999, por sua vez, trata de uma vedação sobre a qual a CVM, em mais de uma oportunidade, já decidiu em sentido contrário, permitindo que nas relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, a cotação de bolsa das ações das companhias envolvidas, fosse utilizada como base da relação de troca quando tais ações não integravam índices. É pouco razoável manter uma vedação que com frequência não se mostra benéfica aos acionistas não controladores.

O art. 15 contém uma lista exemplificativa de abuso de poder de controle. Além de não exaustiva, os exemplos trazidos por essa lista foram admitidos como práticas legítimas por decisões do Colegiado. Tendo em vista que a Lei nº 6.404, de 1976, trata de abuso do poder de controle de forma abrangente e principiológica, e, por isso, o perigo de obsolescência ou lacunas é bastante remoto, a CVM entende que as regras sobre o assunto estão melhor alocadas na lei.



Por essas razões, as sugestões não foram aceitas.

### **3.14 Entrada em vigor da Instrução (art. 14).**

ABRASCA entende ser necessário um prazo razoável entre a publicação e a vigência desta instrução, principalmente em razão do prazo de 180 dias entre a data base das demonstrações financeiras que embasam a operação e a assembleia geral que irá deliberar sobre ela. Além disso, a entrada em vigor da instrução no curso de uma operação impactará o seu cronograma. Assim, considerando ser possível que existam operações em andamento, e considerando que essas operações serão diretamente atingidas pela entrada em vigor da instrução, sugere um prazo de 180 dias para a vigência, após a publicação da norma, ou a previsão de que ela não atingirá as operações já em andamento.

No mesmo sentido, BM&FBovespa e Carvalhosa e Eizirik Advogados consideram que, caso o início da vigência das novas regras seja imediato, conforme previsto na Minuta, uma série de operações prontas para serem divulgadas ao mercado terão que ser suspensas para que as sociedades envolvidas possam preparar os documentos e informações que passaram a ser exigidos pela CVM. Sugerem, pois o prazo de 90 dias para a entrada em vigor depois da publicação.

Os comentários são pertinentes e a redação foi ajustada para refletir a sugestão da ABRASCA em relação às operações em andamento.

## **4. Outras Propostas**

Na avaliação das companhias envolvidas na operação, ainda que suas ações sejam líquidas, a AMEC recomendou que a CVM incluísse dispositivo prevendo expressamente a possibilidade de impugnação de determinada série de preços de mercado, quando provocada ou quando julgar que tal série encontra-se distorcida por culpa dos proponentes da oferta.

Ulhôa Canto Advogados sugere a previsão expressa de dispensa genérica de atendimento integral ao art. 264, da Lei nº 6.404, de 1976, e à Instrução CVM nº 319, de 1999 (elaboração de laudo de avaliação, demonstrações financeiras auditadas e fato relevante) nas hipóteses previstas na Deliberação CVM nº 559, de 2008, em consonância com os seguintes precedentes: Processos CVM nº RJ2005/3735, RJ2007/2920 e RJ2007/13459 (mencionados na Deliberação); Processo CVM nº RJ2008/4135 (ROMI); Processo CVM nº RJ2004/2040 (Unibanco); Processo CVM nº 2005/2597 (AMBEV); Processo CVM nº 2005/7750 (Suzano Petroquímica); Processo CVM nº RJ2005/7838 (OBRASCON); Processo CVM nº RJ2005/9849 (DIXIE TOGA); e Processo CVM nº RJ 2007/3465 (AMBEV).



AIDAR SBZ Advogados propõe que seja incluída na Minuta a necessidade de apresentação de relatório de auditoria ambiental, em operações envolvendo emissores categoria A que desenvolvem atividades que estejam enquadradas no cadastro técnico de atividades potencialmente poluidoras ou utilizadoras de recursos ambientais, tendo em vista que a auditoria ambiental é importante ferramenta de gestão de riscos e fornece informações confiáveis para os acionistas.

Carlos Eduardo Vergueiro sugere que (i) exista a obrigação dos responsáveis pelo laudo de avaliação informarem, no laudo, as datas base utilizadas para a atualização dos valores envolvidos nos processos judiciais e administrativos que compõem as obrigações das sociedades envolvidas na operação, uma vez que as demandas propostas contra as sociedades possuem critérios de correção monetária e juros de mora incidentes mensalmente, os quais levam à uma majoração crescente das quantias exigíveis das sociedades; e (ii) os critérios de elaboração do laudo de avaliação, além da mudança sobre a data base sugerida pela autarquia, passem a conter afirmação sobre a ocorrência, ou não, de alterações relevantes nos negócios das sociedades envolvidas na operação no período pós data base da avaliação e até a apresentação do laudo ao público, isto porque os números da companhia são elaborados com base em realidade distinta daquela que estará presente no momento da análise e voto dos acionistas para a operação.

Wulaia Consultoria sugere as seguintes alterações no Anexo III da Instrução CVM nº 361, de 2002: (i) incluir referência no item IX, “F”, da necessidade de o laudo indicar por que determinado critério foi considerado mais adequado para determinar o preço justo, de acordo com o disposto no Pronunciamento Técnico CPC 46; (ii) identificar se o avaliador responsável pelo laudo é a empresa contratada ou a pessoa natural que efetivamente executa o trabalho; (iii) impedir que o avaliador possa ser titular de valores emitidos pela empresa avaliada ou por aquela que o contratou para realizar a avaliação; (iv) obrigar o avaliador a “*informar a existência de contratos com cláusula de sucesso relacionada à empresa avaliada ou ao contratante da avaliação*”; (v) exigir a certificação dos avaliadores; (vi) exigir que, no laudo, haja “*análise de sensibilidade para as premissas e parâmetros mais relevantes*”; e (vii) atualizar a definição de valor justo do item XVII de acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 46.

As sugestões fogem ao escopo dessa audiência e, por isso, serão guardadas para novas oportunidades de aprimoramento da norma.

## **5. Proposta definitiva de instrução**

A proposta definitiva de Instrução, incorporando as sugestões acima descritas, segue anexa a este relatório.



**CVM** *Comissão de Valores Mobiliários*

Rio de Janeiro, 15 de junho de 2015.

**LUCIANA DIAS**  
Diretora