



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR – PAS CVM N° 19957.001461/2020-81

Reg. Col. 2006/20

Acusados: Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes – “Deloitte”; Ismar de Moura.

Assunto: Possível descumprimento dos itens 11.(a) e 15 da NBC TA 200 e itens 10, 11 e 12, da NBC TA 700 e art. 20 da Instrução CVM n° 308/99.

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Voto pela absolvição de ambos os acusados.

II. PANO DE FUNDO: REPROVAÇÃO DA AQUISIÇÃO DA LAPC E SUA CONTABILIZAÇÃO

II.I. Acusação se apoia no entendimento de que ágio interno não existe *a priori*

2. Antes de tratar especificamente da inocorrência das infrações, convém examinar uma grande premissa da acusação: a suposta inadequação do método de contabilização utilizado nas demonstrações financeiras da Biostoscana, ao considerar em seus ativos o ágio que pagou pela aquisição do controle da LAPC.

3. A Área Técnica entendeu que não se poderia contabilizar o valor efetivamente pago na aquisição, mas sim o do preço predecessor. Embora normalmente se contabilize o preço efetivamente pago pela aquisição, na visão que sustenta a acusação não haveria “razão econômica” para se pagar prêmio de controle. A premissa de que decorre essa visão é que, estando as empresas sob controle comum, a movimentação do ativo dentro do mesmo grupo empresarial não geraria o valor tipicamente esperado numa aquisição.

4. Apesar de equivocado quando enunciado de maneira geral, esse entendimento tem seu mérito e convém ser aprofundado, até mesmo para evitar que se jogue fora um proverbial bebê junto com a água suja.

5. É importante ter em conta o quão complexas são as teias de contratos explícitos e implícitos, incentivos e resultados individuais que existem por trás de organogramas societários. Constatar que a mesma pessoa jurídica está no topo da cadeia de duas companhias é muito significativo, mas a análise não deve terminar aí. Para compreender com profundidade questões



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

societárias sob a ótica econômica, creio ser quase sempre bem-vindo e por vezes até necessário aproximar a “lente” analítica do plano dos indivíduos, que são quem realmente decide e age no plano dos fatos *concretos* (em contraste com os fatos *jurídicos*, para explicar a aparente redundância). É que estes, os fatos jurídicos, especialmente no mundo dos negócios entre organizações de grande porte, são simplificações enormes do que ocorre no plano da realidade material, que é onde concretamente existem os fenômenos da criação, da finalidade, do incentivo, das buscas de resultados positivos, elementos que só ocorrem fisicamente nos indivíduos.

6. Entre as razões legítimas para se pagar o chamado prêmio de controle está, acima de tudo, a expectativa dos adquirentes de promover mudanças na companhia adquirida, voltadas a aumentar sua rentabilidade. Do contrário não faria sentido pagar mais que o preço de mercado. Em termos de valor presente das riquezas a que dão direito em relação à companhia, uma ação do bloco de controle vale o mesmo que uma ação de mesma classe. Assim, o preço da negociação não é apenas maior que o preço teórico da companhia em sua estrutura atual (ou seu preço de mercado, que tende a ser a aproximação mais crível desse preço teórico). Ele é, principalmente, *menor* que o preço teórico da companhia com as mudanças pretendidas pelos adquirentes.

7. Sendo assim, é compreensível que possa gerar algum desconforto, ao menos à primeira vista, uma combinação de negócios em que as empresas envolvidas já sejam controladas pelo mesmo acionista. Não é nenhum absurdo supor que se a adquirente tenha projetos para tornar a adquirida mais lucrativa, os controladores já os poderiam ter implantado independentemente da aquisição. Pelo contrário, é simples imaginar uma estrutura em que as decisões mais estratégicas estejam concentradas no topo da cadeia societária. Se forem os controladores finais quem têm a visão que pretendem seguir na empresa “Y”, já sob seu controle, não precisariam fazer a empresa “X”, também sob seu controle, comprar “Y”. Bastaria determinar a “Y” as mudanças desejadas.

8. Em hipótese como a do parágrafo acima, um caso como o dos autos nem mesmo se limitaria a inadequação contábil. O problema não seria só de *contabilização*, justificaria investigar eventual irregularidade até mais grave na própria determinação do valor da transação – por exemplo, se o percentual total detido na adquirida for maior que na adquirente, faz sentido econômico para o controlador querer que a transação ocorra por valor superior ao de mercado, mesmo que não pretenda gerar valor novo na adquirida: ele perde como controlador da adquirente, mas ganha mais como controlador da adquirida. Por isso, são legítimas as preocupações que levaram tanto a SEP e a SNC a investigar mais a fundo a questão dos valores da aquisição da LAPC pela Biotoscana.

9. A teoria, porém, não acaba aí. O modelo em que não há valor a ser gerado em movimentações de uma empresa dentro do mesmo grupo, embora possa descrever razoavelmente o que acontece em certas situações, é muito simplificado. Ele depende de premissas fáticas adicionais, que podem não se fazer presentes nos casos concretos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

10. Uma delas é que os controladores concentrem e exerçam integralmente a função empresária no grupo (no sentido de identificar e decidir pelas oportunidades de aumentar a lucratividade). Embora seja realista supor que ao menos em alguma medida essa função caiba a quem exerce o controle final, também é factível e comum que ela seja exercida pelas pessoas que ocupam os altos níveis da administração das entidades do grupo. Quanto mais relevantes forem as altas administrações no desempenho dessa função econômica, mais o caso se afastará do modelo em que o controle comum afasta a possibilidade de ganhos legítimos por combinação. De maneira mais geral, quanto mais essa função não for exclusivamente desempenhada pelos acionistas controladores, maior a probabilidade de que os ganhos de eficiência possam ser identificados por pessoas diferentes, o que inclui grupos executivos distintos e eventuais acionistas minoritários com influência significativa que participem de uma empresa e não de outra.

11. Em menos palavras, empresas sob mesmo grupo de controle podem ter graus de autonomia tais que se comportem suficientemente próximo de como se comportam empresas de controladores finais distintos.

12. Outra premissa é a de uma governança corporativa extremamente eficiente na companhia adquirida, a ponto de que qualquer possível aprimoramento na gestão dos negócios deva ser considerado como facilmente implementado, sem que seja preciso fazê-lo por meio da aquisição. É tão relevante quando facilmente descaracterizada.

13. Há também questões mais simples. Por exemplo, eventuais ganhos de eficiência não tão ligados a visões mais inovadoras de estratégia de negócios, e sim decorrentes de medidas mais “gerenciais”, como eliminações de redundâncias de infraestrutura, redução de custos fixos, vantagens tributárias e daí por diante.

14. Ademais, seja qual for o tipo de ganho esperado, basta que duas entidades sob controle comum tenham composição distinta dos titulares finais do capital para surgir a questão de como distribuir os ganhos esperados da negociação – afinal, há um espaço entre ser *maior* que o preço atual e ser *menor* que o preço que os adquirentes esperam ser capazes de fazer a empresa valer. Se o preço final termina por incluir acréscimo sobre o preço “de mercado”, significa apenas que uma parte dos ganhos que o adquirente espera ter foi apropriada pelos que venderam. O “ágio” nesse caso pode apenas estar refletindo com fidedignidade a negociação realizada e as bases econômicas que a tornaram vantajosa para os envolvidos.

15. Nesse sentido, a distribuição do que o jargão de econômico chama de *excedentes* será tão mais “justa” quanto mais adequadas forem as providências tomadas para que o preço seja o mais próximo possível do que decorreria de uma negociação comercial. Quanto mais independência, mais segurança quanto à ausência de artificialidade do ágio. A esse respeito, destaco que tanto no caso dos autos quanto nos precedentes trazidos pela Defesa, essas providências foram praticamente totais, com as deliberações tomadas sem participação dos controladores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

16. Ou seja: é verdade que se pode formular uma teoria coerente e verossímil para considerar inadequado o pagamento (e, por conseguinte, também inadequada a contabilização) de prêmio de controle ou ágio numa aquisição entre entidades sob controle comum. Porém, a acurácia dessa teoria depende de diversas circunstâncias que muito facilmente podem não estar presentes. É uma teoria correta para explicar *parte* dos fenômenos do mundo real, mas não geral o suficiente para explicar outra parte. Não é incorreta, é apenas incompleta.

17. O que é inadequado, porém, é analisar fatos supondo a infalibilidade de uma teoria, de modo que quando o objeto não se conforma ao modelo, torna-se inevitável a conclusão de que os fatos é que estão errados. Essa abordagem parece manifestar-se nos autos, como se revela no §43 da peça acusatória: *“Não se tratava de uma operação qualquer, mas de uma transação que teria como resultado triplicar o patrimônio líquido então existente, se tivesse um fundamento econômico e se de fato representasse uma geração real de riqueza para a Companhia.*

18. É claro que pode haver aquisições envolvendo entidades sob controle comum com objetivos espúrios, como a compra superfaturada de uma controlada integral por uma controlada por maioria, para obter benefícios na venda, ou entre duas controladas integrais para inflar artificialmente o balanço da adquirente antes de ela abrir seu capital – suspeitas que a Acusação talvez tenha tido no caso, dadas as circunstâncias do pedido de registro e da estrutura de capital da LAPC antes e depois da transação¹. Mas se ela teve essas suspeitas, não as desenvolveu com a exposição da tese, a reunião de elementos de prova e a culminação numa acusação de fraude ou quebra do dever de lealdade. Assim, para que chegue à conclusão de que não houve fundamento econômico, ou que não houve geração de riqueza, a acusação deve examinar os fatos, e não negar *a priori* que eles pudessem ter existido.

19. Entretanto, ao invés da análise dos argumentos e evidências apresentados pela Biotoscana, a Acusação embasou sua afirmação de inexistência de fundamento econômico e geração de riqueza apenas na teoria de que o ágio interno *“simplesmente inexistente”* porque *“não há”* nas combinações de negócios sob controle comum *“terceiros independentes, interessados em praticar uma operação sem favorecimentos, validando o ágio”*. Trata-se de visão já detida independentemente dos fatos do processo, pois consta do Ofício Circular Anual da SNC e SEP, de 2013 – não só anterior aos fatos do processo, mas especialmente ignorando-os de antemão: o ágio interno inexistente, não *no caso concreto* porque *este* não contou com terceiros independentes; inexistente *em qualquer caso*, porque o ofício circular diz que esses terceiros *nunca existem*.

¹ No organograma apresentado no Termo de Acusação os percentuais detidos na LAPC após a aquisição estão incorretos e somam mais que 100%, i.e., 56,4% detidos pela Biotoscana e 49,16% pela Grupo Biotoscana, mas se trata de lapso não constante do texto, que informa terem sido, respectivamente, 49,16% e 50,84%.



II.II. Presença dos elementos necessários para utilização do método de aquisição

20. Apesar da suposta inexistência apriorística do ágio interno, os autos revelam que os fatos ignoraram a teoria e insistiram em acontecer. A Biotoscana efetivamente pagou ágio e acionistas da LAPC o receberam. Os autos mostram também razões que os envolvidos apresentam para que ele tenha sido negociado, pago e contabilizado, pelas perspectivas de alteração no plano de negócios – ampliação para outros países, aumento do portfólio de produtos, sinergias de custos em quase todos os países etc. (v. Relatório, §§28-29).

21. A Defesa contesta a tese acusatória de que nunca existiriam terceiros independentes com evidências de que na aquisição da LAPC a Biotoscana usou várias medidas para afastar a participação dos controladores e até dos administradores por eles indicados, e ser realizada a preço de mercado (v. Relatório, §30). Porém, a Acusação insiste na tese do ofício circular de que não existem terceiros desinteressados ou razão econômica para pagar ágio em combinações intragrupo, como se ele emitisse um comando à realidade para não permitir que certos fatos ocorram. É como se o ofício circular desafiasse quem examina os autos, perguntando-lhe: “vais acreditar em mim ou em teus olhos?”

22. Negociações sem participação de alguns administradores, deliberações sem voto de certos acionistas, laudos de avaliação, nada disse chega a ser mencionado pela Acusação, nem mesmo em sua manifestação suplementar. Aparentemente, tais fatos não foram citados em prestígio à teoria que nega a possibilidade de virem a existir. A única circunstância fática a que a Acusação se refere é a inócua assinatura do contrato de compra e venda de ações pela mesma pessoa natural representando comprador e vendedor.

23. Tem razão a defesa ao desconstituir o argumento de assinatura dos contratos pela mesma pessoa: “*A compra (...) havia sido previamente aprovada...*”; “*O fato de uma mesma pessoa, representante legal de ambas as partes, ter assinado o contrato não pode levar à conclusão de que havia apenas uma manifestação de vontade na operação*”.

24. O Colegiado da CVM já se manifestou em diferentes ocasiões sobre a possibilidade de se contabilizar o ágio em combinações de negócio entre empresas de mesmo controlador final. As consultas da Mahle e da SulAmérica estão resumidas no Relatório e nada tenho a acrescentar ao entendimento do Colegiado manifestado naquelas ocasiões, senão as considerações que apresentei no início deste voto.

III. ADEQUAÇÃO DA CONDUTA DA DELOITTE NA REVISÃO ESPECIAL

25. A Defesa também tem razão ao trazer o precedente em que a Ernst & Young foi identicamente acusada pela mesma operação e pelas mesmas infrações. O Colegiado absolveu a EY pela inaplicabilidade das regras que foram acusados de violar e afirmou que o método de aquisição é em tese adequado em operações intragrupo, desde que a operação reúna as circunstâncias necessárias (v. Relatório, §42).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

26. Destaco que o Colegiado entendeu que o exame pela EY foi suficiente para demonstrar sua diligência porque aquela empresa discutiu a substância econômica da transação *com a própria Deloitte*.

27. As acusações e as condutas realmente são praticamente idênticas. Como a discussão entre EY e Deloitte foi suficiente para demonstrar a diligência da primeira, também é suficiente para a segunda, pois seus deveres eram idênticos. Por alguma razão foram feitos dois processos e por outra também desconhecida eles não foram considerados conexos, mas dizer que a Deloitte não teria sido diligente quando a EY o foi seria como dizer que duas mãos bateram palmas e só uma fez barulho.

28. A Defesa também traz outros elementos da atuação da Deloitte que mostram sua diligência, além da discussão com a EY. Destaco as comunicações com a própria Biotoscana (v. Relatório, §24).

29. Por fim, trato da reclassificação jurídica dos fatos, que a Acusação pleiteia após reconhecer que imputara infração a normas não aplicáveis aos trabalhos de revisão especial. Concordo com a Defesa quando sustenta que tal reclassificação seria inócua. Não podendo, obviamente, supor que viesse a ser feita a reclassificação, os Acusados defenderam-se das normas que o Termo de Acusação afirmou terem violado. Apesar de corretamente apontarem que os deveres a eles aplicados seriam os da asseguaração *limitada*, trouxeram elementos para demonstrar que sua diligência teria sido compatível também com o rigor maior que lhes foi imputado, da asseguaração *razoável*.

30. Pelas razões já expostas neste voto, a conduta dos Defendentes foi adequada sob qualquer nível de rigor. Se a contabilização do ágio foi adequada, a revisão que o manteve também o foi. Reclassificar o fato jurídico sob critério que exige ainda menos rigor seria apenas gerar mais custos processuais para todos, e os autos já têm elementos suficientes para concluir que sob a nova classificação a conclusão seria a mesma.

31. São essas as razões pelas quais voto pela absolvição dos Defendentes.

Rio de Janeiro, 6 de março de 2024

João Accioly

Diretor