

TESE DE MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO

PELA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE LISBOA

SUBORDINADA AO TEMA:

“REVERSE MERGER”

SOB ORIENTAÇÃO DOS EXMOS. PROFESSORES DOUTORES

PAULO OLAVO CUNHA

E

FRANQUELIM ALVES

VERA DA COSTA CHAVES

LISBOA, MAIO DE 2011

NOTA PRÉVIA

Quero deixar um agradecimento especial aos Exmos. Professores Doutores Paulo Olavo Cunho e Franquelim Alves, por tão amavelmente terem aceite orientar a minha tese e por me terem ajudado a terminá-la com sucesso. É para mim uma honra que os seus nomes constem na capa da presente tese de mestrado, por se tratarem de referências constantes durante a minha vida académica e profissional.

ÍNDICE

PARTE I – JURÍDICA

I. Notas Introdutórias	pág. 6
II. Regime da Fusão de Sociedades	
i. Noção	pág. 7
ii. Modalidades	pág. 10
iii. Artigo 99.º, n.º 6 do CSC	pág. 12
iv. Tutela dos Devedores e Credores	pág. 14
III. “Reverse Merger”	
i. Noção	pág. 18
ii. <i>Reverse Mergers</i> – Caso Americano	pág. 22
iii. Vantagens e Desvantagens	pág. 30
iv. Análise Crítica	pág. 33
v. <i>Reverse Mergers</i> – Caso Português	pág. 36
vi. Aspectos Fiscais – Regime da Neutralidade Fiscal	pág. 39

PARTE II – CONCLUSÃO

IV. Conclusão	pág. 43
V. Bibliografia	pág. 45
VI. Anexos	pág. 50

ABREVIATURAS

Ac.	– Acórdão
Cit.	– Citação
CMVM	– Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
CRC	– Código de Registo Comercial
CRPr	- Código de Registo Predial
CSC	– Código das Sociedades Comerciais
DL	– Decreto-Lei
<i>et al.</i>	– <i>et alli</i>
p.	– página
pp.	– páginas
Ref.	– Referência
SEAF	– Secretário de Estado dos Assuntos Fiscais
SEC	– <i>Securities and Exchange Commission</i>
ss.	– seguintes
STJ	– Supremo Tribunal de Justiça
TRP	– Tribunal da Relação do Porto
V.	– Ver

MODO DE CITAR

A primeira citação das obras referidas é feita com identificação completa, em paralelo com o que consta da Bibliografia.

Nas seguintes citações apenas se refere o nome do autor e a respectiva data de publicação da obra.

A data referida nas citações é a da edição utilizada.

NOTA

Sempre que uma disposição legal não seja especialmente referenciada, deve entender-se por reportada ao CSC.

I. NOTAS INTRODUTÓRIAS

A escolha do presente tema para uma tese de mestrado baseou-se na vontade de inovar, estudar e escrever sobre um assunto que não tivesse sido aprofundado ou objecto de estudo frequente, um tema que suplantasse o carácter teórico e tivesse efectivamente alguma aplicação prática.

Por ter presente os obstáculos que tal vontade representa, tanto na recolha de informação como na busca por opiniões sobre o tema, empregarei todo o meu empenho para que seja possível aprofundar a matéria com ele relacionada, bem como para que seja possível uma tomada de posição consciente e estudada.

A preparação de uma tese com esta temática permitir-me-á estudar e compreender um mercado de elevada complexidade, como é o mercado norte-americano, onde este tipo de fusões (*reverse merger*) assume especial relevância, uma vez que simplifica e acelera operações de fusão de empresas (em vez da típica, lenta e complexa Oferta Pública de Aquisição).

Assim, a presente tese tem o objectivo de reunir a informação necessária à compreensão do significado de uma *reverse merger*, bem como chamar a atenção para algumas questões que poderão ser colocadas no seu âmbito.

II. REGIME DA FUSÃO DE SOCIEDADES

i. NOÇÃO

O actual regime da fusão de sociedades, que aqui se reproduzirá com a devida brevidade, será considerado à luz das regras actuais aplicáveis, nomeadamente consubstanciando a aplicação do Decreto-Lei 19/2009, de 12 de Maio, que procede à transposição da Directiva 2005/56/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Outubro e o Código das Sociedades Comerciais – aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Setembro e alterado pelo Decreto-Lei n.º 53/2011, de 13 de Abril –, onde se encontra previsto o supra mencionado regime, nos artigos 98.º e seguintes.

A “fusão” é um fenómeno que remonta ao tempo de uma visão personalizada na *empresa individual* de carácter artesanal e familiar, de escassos recursos económicos e financeiros, e que foi progressivamente caminhando até ao modelo económico da concentração, no século XVIII, em plena Revolução Industrial. Assim, “*a “fusão” é um produto que veio a emergir na ciência jurídica como consequência natural das constantes transformações do sistema económico.*”¹

Já muito foi dito e escrito sobre a fusão e o seu conceito decorre directamente do CSC, no seu art. 97.º, n.º 1, segundo o qual a Fusão de sociedades consiste na “*união de duas ou mais sociedades, ainda que de tipo diverso, numa só*”. Actualmente poderão mesmo ser sociedades pertencentes a diferentes estados membros, desde que (i) uma das sociedades participantes na fusão tenha sede em Portugal, (ii) a(s) outra(s) tenha(m) sido constituída(s) de acordo com a legislação de um estado membro e tenha(m) sede estatutária, administração central ou estabelecimento principal em território da Comunidade Europeia (Fusão Transfronteiriça); e (iii) não se tratem de sociedades em nome colectivo ou em comandita simples.

A operação de fusão entre duas ou mais sociedades poderá ainda ser definida como a junção de activos e meios de duas ou mais sociedades, de forma a prosseguir mais

1 Drago, José (2007), *Fusão de Sociedades Comerciais – Notas Práticas*, Coimbra: Almedina, cit. p. 9.

eficazmente a sua actividade social. Assim, a fusão é uma operação que está intimamente associada a um processo de concentração económica e à inerente maximização dos factores produtivos envolvidos, *“pela qual os respectivos elementos constitutivos, ou pelo menos alguns deles, perdem a sua individualidade originária, quer económica, quer jurídica”*².

A concentração económica traduz-se num fenómeno que obedece a uma lógica estrita de racionalidade económica. Pensou-se durante muito tempo que o único critério de sucesso das fusões e aquisições era o efeito de sinergias: se o valor de aquisição fosse superior à soma dos valores das empresas individualmente consideradas. Pois o que une as fusões (negócio) e as aquisições (efeito) é que ambas equivalem ou pressupõem actos que têm como elemento teleológico a concentração económica.

Poderá dizer-se que o fenómeno de concentração é o mais importante fenómeno do século XX, o qual observou quatro fases³:

1. A primeira fase coincide com a primeira década do séc. XX e nesta destacamos o surgimento dos monopólios.
2. A segunda fase compreende-se sensivelmente entre 1916 e 1929, altura em que aparecem as concentrações verticais.
3. A terceira fase corresponde à década de 60, com o surgimento dos conglomerados (concentrações verificadas entre empresas que operavam em mercados diferentes). Foi nesta fase que se registou a fusão entre dois grandes bancos nos EUA.
4. A quarta fase teve início a partir dos anos 70, altura em que surgem concentrações com finalidade financeira, isto é, com o fim de aumentar o valor da empresa adquirida e vendê-la, encaixando a mais-valia.

A década de 90 foi marcada por uma intensa actividade de fusões e aquisições de empresas portuguesas que permitiram uma grande evolução do mercado.

²Drago, José (2007), cit. p. 10.

³Drago, José (2007).

A concentração de capitais, além das vantagens económicas a que se encontra associada, tais como o alargamento dos mercados, as melhores condições no acesso a matérias-primas e produtos intermédios, e a diversificação dos riscos, também traz vantagens financeiras, como seja o acesso ao crédito e o acesso aos mercados de capitais, nomeadamente mediante o lançamento de acções cotadas em bolsa.

É nas fusões e aquisições que a concentração económica encontra o seu auge de interligação empresarial, sendo que este se encontra delimitado pelas regras da concorrência, nomeadamente a legislação *anti-trust*.

A Fusão de Sociedades é a técnica jurídica de viabilização de concentração económica em que esta é alcançada com maior intensidade, pela óbvia razão de estarmos perante um mecanismo que permite a integração de duas entidades em uma só.

Após uma fusão, o devedor muda e surgem novas dívidas e novos créditos. Como tal, e assumindo uma função de protecção de terceiros, existe um conjunto de regras imperativas que delimitam o processo de fusão (e que não são aplicáveis ao processo de aquisição), uma vez que esta comporta uma alteração que poderá pôr em causa os direitos dos credores e interesses de terceiros que não têm poder para intervir no processo de Fusão.

A fusão não emerge de operações jurídico-económicas, está subordinada a um processo jurídico institucionalizado, que cria uma empresa unissocietária. Em termos contabilísticos, “*a aquisição diz respeito à compra de uma empresa, normalmente de menor dimensão, onde é pago um preço de acordo com o seu valor contabilístico, real ou de mercado.*”⁴

Do ponto de vista económico, as sociedades fundidas podem exercer a mesma actividade (concentração simples), explorar ramos afins ou dependentes (combinação) ou terem objectos diferentes (agregação), sendo que podem ainda ter tipos e sedes distintos (fusões transfronteiriças).

⁴ Bastardo, Carlos e Gomes, António Rosa (1990), cit. p.12.

No processo de fusão podem ser distinguidas cinco etapas: (1) o projecto de fusão⁵; (2) a notificação prévia à Autoridade da Concorrência; (3) a fiscalização do projecto de fusão⁶; (4) as Assembleias Gerais⁷; e (5) o registo do projecto de fusão⁸.

O projecto de fusão é regulado pelo CSC no seu artigo 98.º, onde são enumerados os elementos que devem constar necessariamente do projecto para o “*perfeito conhecimento da operação visada*” e que deverá ser elaborado pelas administrações das sociedades que se pretendam fundir.

Este projecto será posteriormente sujeito à apreciação do órgão de fiscalização de cada sociedade, de um revisor oficial de contas ou de uma sociedade de revisores independente das sociedades objecto de fusão, que terá que emitir parecer favorável, de acordo com o disposto no artigo 99.º do CSC.

Assim, a operação de fusão só termina com o registo, de acordo com o disposto no art. 114.º, n.º 1 e o art. 3.º, alínea e) do CRPr, aprovado pelo DL n.º 42644, de 14/11/1959, e “só após a sua realização se transmitem os direitos para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade.”⁹

ii. MODALIDADES

A Fusão entre sociedades pode ser efectuada através de três modalidades: (i) Fusão Simples ou Fusão-concentração, (ii) Fusão-incorporação e (iii) Fusão Simplificada.

A primeira modalidade traduz-se na constituição de uma nova sociedade para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fusionadas, sendo aos

⁵ O art. 98.º do CSC apenas exige a forma escrita.

⁶ V. art. 99.º do CSC.

⁷ V. art. 100.º, n.º 2 do CSC. No caso de estamos perante uma fusão com aumento de capital, em que será necessário aprovar o aumento de capital da sociedade incorporante, a deliberação será tomada na própria assembleia da sociedade incorporante que deliberar sobre o Projecto e que deverá considerar-se inserida na própria deliberação sobre o Projecto.

⁸ A inscrição da fusão no Registo Comercial (art. 112.º do CSC) tem natureza constitutiva, ao contrário do efeito de mera publicidade e oponibilidade a terceiros que é a regra no regime do Registo das Sociedades (art. 11.º, n.º 1 e 14.º do CRC). É no registo da fusão que esta produz os seus efeitos, isto é, a partir da data da apresentação a registo (art. 55.º, n.º 4 do CRC).

⁹ Baxe, Domingos Salvador André (2010), *A Tutela dos Direitos dos Sócios em Sede de Fusão, Cisão e Transformação das Sociedades*, cit. p. 61. V. ainda Ac. TRP, de 24/12/92, que se pronunciou neste sentido.

respectivos sócios atribuídas participações sociais da nova sociedade¹⁰, pelo que a segunda, por sua vez, se traduz na transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e atribuição aos sócios daquela(s) de participações sociais desta, verificando-se uma absorção da sociedade ou sociedades adquiridas nesta¹¹.

Na modalidade de Fusão-incorporação poderá ser necessário aumentar ou reduzir o capital social da sociedade incorporante (ou tomar medidas para a sua reintegração) consoante o activo, após a fusão, seja, respectivamente, superior ou inferior ao passivo na nova sociedade ou na sociedade incorporante. Se houver lugar a um aumento de capital, neste âmbito, esse aumento ocorrerá *“na medida em que as acções/quotas próprias da sociedade incorporante não sejam suficientes para satisfazer as necessidades de atribuição de participações aos sócios da sociedade incorporada”*.

A Fusão Simplificada traduz-se na incorporação de um sociedade que seja detida, pelo menos, em 90% por outra¹², tratando-se esta última, como o nome indica, de uma modalidade cujo processo é mais simples e menos exigente. Aos sócios da sociedade incorporada são atribuídas acções/quotas da sociedade incorporante.

Posto isto, não é objecto da presente tese desenvolver e discutir o tema já tão debatido na doutrina¹³, de saber qual a verdadeira natureza jurídica do acto de fusão. O que importa ter em conta é que o processo de fusão engloba um conjunto de efeitos que acontecem simultaneamente, isto é, a fusão, ao implicar uma transferência de patrimónios de duas ou mais sociedades, implica também a extinção das sociedades incorporadas, a transformação (em sentido “impróprio”) da sociedade¹⁴ e a transmissão universal do património da sociedade incorporada, bem como a passagem de sócios da sociedade incorporada para a sociedade incorporante.

¹⁰ V. Quadro 1 dos Anexos e Artigos 97.º, n.º 4, alínea b) e 112.º, alínea b) do CSC.

¹¹ V. Quadro 2 dos Anexos e Artigos 97.º, n.º 4, alínea a) e 112.º, alínea b) do CSC.

¹² V. Quadro 3 dos Anexos e o Artigo 116.º do CSC. Note-se que, antes de 15 de Setembro de 2010 – data da entrada em vigor do Decreto-Lei 185/2009, de 12 de Agosto – era necessário que a sociedade incorporante fosse titular de 100% das partes, quotas ou acções da sociedade incorporada.

¹³ Drago, José (2007), Parte I, Capítulo I, Título III; Telles, Inocêncio Galvão (1940), *Das Universalidades: estudo de Direito Privado*, Lisboa, cit. p. 249; Tavares, José (1924), *Sociedades e Empresas Comerciais*, Coimbra: Coimbra Editora, cit. p. 628; Mesquita, Henrique (1966), *Lições de Direito Comercial Obrigações Mercantis em Geral Obrigações Mercantis em Especial (Sociedades Comerciais)*, Edição do Autor, fascículo II, cit. p. 119; Furtado, Pinto, *Curso do Direito das Sociedades*, Coimbra: Almedina, 4ª Edição, cit. p. 550.

¹⁴ V. Ac. do STJ de 06/12/2006, Processo n.º 06B3458, relator Oliveira Barros, n.º de documento, SJ200612060034587.

A este respeito importa apenas fazer uma breve referência ao Acórdão de Uniformização de jurisprudência n.º 5/2004 do STJ, DR de 21 de Junho de 2004, I série, que vem clarificar que o efeito da extinção das sociedades incorporadas não comporta uma “*extinção como um fim em si mesmo; extingue-se para substituir, extingue-se para renovar*”. A extinção, tal como entendida no âmbito de uma fusão entre sociedades, não implica desaproveitamento, mas sim sinergias, economias de escala e melhoria da situação económica das sociedades em causa. Não obstante, não nos podemos afastar da letra da lei¹⁵ que refere expressamente que, aquando do registo da fusão, a sociedade incorporada é extinta. De qualquer forma, independentemente do que a lei nos diz, também não se compreende a razão pela qual os sócios da sociedade incorporada, não querendo o efeito da extinção, optam pelo processo de fusão em detrimento de uma opção de constituição de grupo ou de coligação, os quais prosseguem igualmente a intenção de concentração económica.

Se pensarmos numa *reverse merger*, o efeito da extinção surge como uma reiteração do entendimento transcrito pelo acórdão supra mencionado, sendo que o que está em causa, mais uma vez, é a perspectiva futura de obtenção de vantagens com a união de duas ou mais sociedades.

iii. ARTIGO 99.º, N.º 6 DO CSC – DISCUSSÃO

Tal como mencionado anteriormente, os artigos 98.º e seguintes regulam alguns dos passos tendentes à fusão de duas sociedades, sendo que, atendendo ao propósito de análise de todas as questões pertinentes no campo da prática relativas às *reverse mergers*, dedicarei, neste ponto, maior atenção ao artigo 99.º. Este, sob a epígrafe “Fiscalização do Projecto”, dispõe sobre a necessidade de preparação de um ou dois pareceres relativos ao projecto de fusão (Artigo 98.º): um a cargo do órgão de fiscalização de cada Sociedade participante na fusão (n.º 1 do artigo 99.º), outro a ser elaborado por um revisor oficial de contas ou por uma sociedade de revisores independente, quer as sociedades envolvidas tenham ou não órgão de fiscalização (n.º 2 do artigo 99.º).

¹⁵ V. Arts. 111º e 112º do CSC.

Contudo, o n.º 6 do artigo 99.º vem dispensar o exame do projecto de fusão “*referido no n.º 2 e os relatórios previstos no n.º 4*”, por acordo de “*todos os sócios ou portadores de títulos que confirmam direito de voto*”. A questão reside no facto de perceber o que é “*referido no n.º 2*”, uma vez que é bastante claro o que o legislador quis dizer com “os relatórios previstos no n.º 4”. Sobre a interpretação que é retirada do n.º 6 do Artigo 99.º poderão existir dois entendimentos possíveis e opostos.

Por um lado, o entendimento mais simples e que é retirado de forma directa da letra da lei, a par da alteração introduzida ao CSC pela Lei 19/2009, de 12 de Maio, é aquele que afirma que, tal como dispõe o n.º 6, se todos os sócios e accionistas com direito de voto estiverem de acordo, o exame ao projecto de fusão do órgão de fiscalização (n.º 1 do mesmo Artigo) e os relatórios dos revisores oficiais de contas (n.º 4 também do mesmo Artigo) poderão ser dispensados. Este é o entendimento seguido pela Conservatória do Registo Comercial¹⁶ que, atenta a introdução do *Simplex*, adopta a posição que se traduz na opção mais simples e prática, por forma a, gradualmente, desburocratizar o que for possível.

Por outro lado, um outro entendimento, que segue em sentido contrário a este, é o de que o n.º 2 se refere principalmente e diz respeito apenas ao relatório que será emitido pelo revisor oficial de contas independente, isto porque o início desta disposição apenas menciona de forma meramente indicativa o exame do órgão de fiscalização, para deixar claro que existe uma alternativa a este. Logo, o n.º 6 repete a ideia de que o exame do projecto de fusão pelo revisor oficial de contas poderá ser dispensado se reunidas as condições referidas no mesmo, uma vez que remete para “o exame referido no n.º 2 e os relatórios previstos no n.º 4”, ou seja, o mesmo exame/relatório – apesar do n.º 4 se utilizar a palavra “*relatórios*”, o n.º 2 refere-se a estes como “*(...) o exame do projecto de fusão por um revisor oficial de contas (...)*”.

A nossa opinião filia-se neste segundo entendimento, uma vez que nos parece fundamental que este exame seja realizado.

A verdade é que, se num momento anterior à alteração introduzida no CSC, a redacção deste n.º 6 suscitava dúvidas de interpretação, agora, o legislador, ao acrescentar “*e os*

¹⁶ Além desta, assume também esta posição José Drago, in “Fusão de Sociedades Comerciais – Notas Práticas”, pp. 57 e 58.

relatórios previstos no n.º 4”, parece querer evidenciar uma intenção de incluir na possibilidade de dispensa de exame do projecto de fusão, o exame pelo órgão de fiscalização.

Contudo, a discussão que existia antes e que era legítima, uma vez conjugados os n.ºs 2 e 6 do Artigo 99.º do CSC – o n.º 2 porque claramente é dirigido à possibilidade de o exame ser dirigido a um revisor oficial de contas, e o n.º 6 por utilizar o singular quando dava a hipótese de “o exame do projecto de fusão referido no n.º 2” ser dispensado –, não perdeu razão de ser com a alteração introduzida no n.º 6. É que partindo da mesma lógica de raciocínio, podemos constatar que:

- o n.º 2 do artigo 99.º manteve inalterada a sua redacção, continuando, assim, a referir-se ao relatório do revisor oficial de contas; e
- o n.º 4 do mesmo artigo refere-se única e exclusivamente, como já foi referido, ao relatório do revisor oficial de contas.

Posto isto, será legítimo questionarmo-nos sobre o facto de, se a intenção do legislador era a de dar a hipótese de dispensa do exame do órgão de fiscalização, porque é que não acrescentou ao n.º 6 supra mencionado “e o exame previsto no n.º 1”, em lugar de “e os relatórios previstos no n.º 4”? É que, não obstante a polémica que este artigo suscita na doutrina, parece-me evidente que é consensual o facto de o n.º 1 do artigo 99.º tratar exclusivamente do exame do órgão de fiscalização. Assim sendo, não se compreende a razão pela qual o legislador optou por tal redacção, que não põe fim à discussão interpretativa que gira em torno deste artigo 99.º.

iv. TUTELA DOS DEVEDORES E CREDITORES

Atenta a complexidade que caracteriza uma operação de fusão, não é complicado imaginar o modo como este processo pode causar prejuízos aos sócios e aos credores das sociedades participantes.

A Segunda Directiva estabelece diversas normas que visam assegurar a protecção de sócios e de terceiros, *maxime* credores, em matéria de constituição de sociedades e de conservação do seu capital social. O reconhecimento do espaço que deve ser adequadamente assegurado em matéria de protecção de credores foi reiterado, no âmbito do programa de Simplificação da Legislação para o Mercado Interno (“*SLIM*”, *Simpler Legislation for the Internal Market*), lançado pela Comissão Europeia em 1998, tendo esta, em 21 de Maio de 2003, a sua comunicação “*Modernizar o Direito das Sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia – uma estratégia para o futuro*”¹⁷.

O processo de fusão é um processo complexo, cuja peça basilar é a avaliação das empresas e o ratio estabelecido¹⁸, a qual permite, em conjunto com a regulamentação do direito de exoneração dos sócios (art. 105.º do CSC), do direito de oposição dos credores sociais (art. 101.º-A do CSC) e da responsabilidade dos membros dos órgãos de administração e fiscalização (arts. 114.º e 115.º do CSC), acautelar os interesses dos sócios minoritários e dos credores sociais.

O legislador preocupou-se em regular no CSC um conjunto de disposições que se traduzem na atribuição de garantias tanto aos sócios como aos credores das Sociedades. Conforme o disposto no artigo 101.º, estes têm o direito de, na sede de cada uma das Sociedades, consultar o “Projecto de fusão” e todos os anexos e documentos inerentes, e obter a expensas da sociedade cópia dos mesmos.

Assim, e de acordo com o artigo 101.º-A, os credores podem deduzir oposição judicial à fusão, no prazo de um mês contado da publicação da convocatória ou do aviso, desde que: (i) os seus créditos sejam anteriores à data da publicação; (ii) tenham prejuízos com a fusão, nomeadamente, que a sociedade resultante oferece menos garantias patrimoniais ao seu crédito; e (iii) o seu crédito não tenha sido pago nos 15 dias posteriores a ter sido solicitado o seu pagamento.

¹⁷ V. Jornal Oficial da União Europeia L 264/32, de 25.09.2006.

¹⁸ Almeida, António Pereira de (2008), *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, 5ª Edição, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 758 a 774.

No caso de os credores exercerem o seu direito de oposição¹⁹, esta tem o efeito de impedir a inscrição definitiva da fusão no registo comercial até à verificação de algum dos factos enumerados nas alíneas do n.º 1 do art. 101.º-B.

A deliberação prevista no artigo 100.º, números 2 e 4, uma vez que terá que ser obrigatoriamente precedida de publicação um mês antes da sua realização, serve de “notificação” aos credores (n.º 5, “*in fine*”, do art. 100.º), por forma a informá-los da existência de um projecto de fusão²⁰ para que possam consultar a documentação e opor-se à fusão com o fundamento de prejuízo resultante da operação (arts. 100.º, n.º 2 e n.º 3, 101.º e 101.º-A).

Relativamente à tutela dos sócios, aqueles que votarem contra a fusão têm o direito à exoneração, se verificadas cumulativamente as condições previstas no n.º 1 do art. 105.º. Este direito não prejudica a possibilidade de alienação da respectiva participação social, nos termos previstos no n.º 4 do mesmo preceito.

Além destas normas, o próprio projecto de fusão deverá conter as medidas de protecção dos direitos de terceiros (não sócios) a participar nos lucros da sociedade, como é o caso dos trabalhadores ou dos membros do Conselho de Administração, bem como as modalidades de protecção dos direitos dos credores.

A Segunda Directiva estabelece diversas normas que visam assegurar a protecção de sócios e de terceiros, *maxime* credores, em matéria de constituição de sociedades e de conservação do seu capital social. O reconhecimento do espaço que deve ser adequadamente assegurado em matéria de protecção de credores foi reiterado, no âmbito do programa de Simplificação da Legislação para o Mercado Interno (“*SLIM*”, *Simpler Legislation for the Internal Market*), lançado pela Comissão Europeia em 1998, tendo esta, em 21 de Maio de 2003, a sua comunicação “*Modernizar o Direito das*

¹⁹ A oposição segue o regime consagrado no art. 1488.º do Código de Processo Civil, devendo o requerente provar o seu crédito e demonstrar qual o prejuízo que lhe acarreta a fusão. Ver ainda o disposto no art. 49.º do CRCom.

²⁰ Não confundir com o aviso previsto no art. 116.º, alíneas b) e c) e no art. 100.º, n.º 3, ambos do CSC, que será publicado para conhecimento dos sócios e dos credores, uma vez que ocorrerá sempre que a deliberação de aprovação do projecto de fusão seja dispensada.

Sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia – uma estratégia para o futuro”²¹.

O processo de fusão é um processo complexo, cuja peça basilar é a avaliação das empresas e o ratio estabelecido²², a qual permite, em conjunto com a regulamentação do direito de exoneração dos sócios (art. 105.º do CSC), do direito de oposição dos credores sociais (art. 101.º-A do CSC) e da responsabilidade dos membros dos órgãos de administração e fiscalização (arts. 114.º e 115.º do CSC), acautelar os interesses dos sócios minoritários e dos credores sociais.

²¹ V. Jornal Oficial da União Europeia L 264/32, de 25.09.2006.

²² Almeida, António Pereira de (2008), pp. 758 a 774.

III. "REVERSE MERGER"

i) NOÇÃO

Reverse merger ou “fusão invertida” poderá ser definida de duas formas. Por um lado traduz-se na operação segundo a qual a sociedade dominante ou “sociedade mãe” é absorvida pela sociedade dominada ou “sociedade filha”, ao contrário do que normalmente se passa na típica fusão, em que é a “sociedade filha” a ser absorvida pela “sociedade mãe”²³. Por outro, traduz-se na operação segundo a qual uma empresa de capitais privados²⁴ se torna numa empresa cotada em bolsa²⁵. A primeira definição será aquela que melhor se ajusta a Portugal e a segunda será a que melhor define uma *reverse merger* nos EUA (com uma bolsa de valores mobiliários mais complexa e dinâmica).

O processo de fusão de sociedades é um processo complexo que inclui diversos actos ou formalidades²⁶, que devem ser observados com vista a proteger a esfera jurídica de um conjunto de entidades que dele fazem parte por se encontrarem contratualmente ligadas a uma das sociedades em questão. Assim, existe a preocupação de assegurar a estabilidade da sociedade que resultar da fusão, os direitos dos sócios das sociedades envolvidas e os direitos dos credores para que a sua garantia patrimonial seja protegida e não fique enfraquecida²⁷.

Sendo a *reverse merger* um tipo de fusão, ainda que não tipificada na lei, poderá entender-se que terá de obedecer a um processo que siga os mesmos trâmites que o CSC exige para um processo de fusão, nomeadamente, terá que seguir as cinco etapas enunciadas no capítulo anterior.

²³ V. Quadro 4 dos Anexos.

²⁴ Entenda-se por “sociedade fechada” qualquer empresa não cotada em bolsa.

²⁵ Doravante será utilizada a expressão de “sociedade aberta”, uma tradução do termo americano “*public company*”, que tem o mesmo significado que empresa cotada em bolsa.

²⁶ DL 76-A/2006, de 29 de Março e Decreto-Lei 185/2009, de 12 de Agosto, que simplificam consideravelmente as formalidades exigidas num processo de fusão.

²⁷ Temas que serão objecto de reflexão detida em momento posterior.

No entanto, a lógica em que estas se baseiam não é exactamente a mesma, pelo que algumas das suas regras não poderão ser aplicadas àquelas. Um exemplo disto é a regra segundo a qual “o controlo administrativo fica a cargo daquela que se apresentar maior ou mais próspera”²⁸. Ora, numa *reverse merger* não é esta a regra prevalecente, mas sim o oposto, uma vez que é a sociedade mais pequena (e provavelmente menos próspera) que incorpora a maior. Assim, podemos desde já reunir um conjunto de questões que decorrem desta excepção: Quais as vantagens de uma *reverse*, em relação a uma fusão típica? Qual é o interesse da empresa maior e mais próspera em ser incorporada pela menor? São estas respostas que serão objecto de análise e que tentaremos esclarecer adiante.

Em Portugal, são poucos os casos que encontramos de operações desta natureza, uma vez que, além de ser um processo desconhecido, não apresenta vantagens óbvias relativamente a um processo normal de fusão. Aliás, damos nota que este tipo de fusão traduz-se normalmente em pequenas operações sem grande relevância económica.

Contrariamente ao que se passa em Portugal, a *reverse merger* é prática comum nos Estados Unidos da América. Aliás, a definição que encontramos no texto de William K. Sjostrom, Jr. é a de “um método atípico de uma sociedade se tornar aberta, em alternativa à tradicional OPA”. A verdade é que nos últimos oito anos já se verificaram mais de quinhentas *reverse mergers* nos EUA²⁹.

O ideal é que essa sociedade aberta seja uma sociedade “vazia”, isto é, uma sociedade que não contenha património, nem acções, nem obrigações de qualquer espécie, comumente denominada de *shell*. O que é tido em consideração é o facto de esta ser uma sociedade cotada em bolsa. Após a fusão com esta entidade, a sociedade fechada transforma-se numa sociedade com capital aberto ao investimento público, ficando a primeira com o papel de entidade dominante.

Normalmente, uma sociedade fechada que se funde com uma *shell*, obtém a maioria do capital da sociedade cotada – adquire 80% a 90% das acções cotadas em bolsa. No momento da *reverse merger*, a sociedade fechada procede à modificação do nome da sociedade aberta (frequentemente para o seu próprio nome), bem como à nomeação e

²⁸ Baxe, Domingos Salvador André (2010), cit. p. 32.

²⁹ Jr., William K. Sjostrom, “*The Truth About Reverse Mergers*”.

eleição de um novo quadro de directores que irão passar a gerir a sociedade resultante da fusão.

Uma das grandes vantagens de uma sociedade se tornar aberta, isto é, passar a ter o seu capital aberto ao investimento público, é o facto de poder oferecer um preço mais elevado por uma futura oferta de acções da sociedade, uma vez que essa transformação irá aumentar o seu valor de mercado.

O processo de uma sociedade se tornar aberta e conseguir financiamento, é normalmente associado a uma OPA. Numa *reverse merger* a passagem de uma sociedade fechada a aberta, envolve um processo diferente, mais económico, mais célere e mais exigente, uma vez que não depende do financiamento de uma instituição financeira (o que exigiria a reunião de um conjunto de apertados requisitos).

Comparativamente a uma sociedade fechada, uma sociedade aberta é potencialmente mais bem sucedida no que diz respeito a atrair novos investidores e instituições financeiras com o propósito de angariar fundos. A transformação numa sociedade aberta através do método da fusão invertida permite a qualquer sociedade fechada tornar-se cotada em bolsa de uma forma mais rápida e mais simplificada, com custos substancialmente menores e com menor dispersão de capital do que por recurso a uma OPA.

Por outras palavras, uma *reverse merger* é a forma segundo a qual os accionistas de uma sociedade fechada ganham o controlo de uma empresa cotada em bolsa, incorporando-a no capital daquela. Os accionistas da sociedade fechada recebem, então, a maioria das acções da sociedade aberta (normalmente 85% a 90% ou mais) e o controlo do quadro de directores. A *reverse merger* poderá estar concluída em apenas duas semanas, celeridade que é em parte explicada pelo facto de a transacção não incluir, à partida, um processo de revisão junto do Estado e Entidades Reguladoras, uma vez que a sociedade aberta, objecto da fusão, já foi alvo dessa revisão.

A transacção em causa implica uma transferência e troca de informação entre as duas empresas, a negociação e acordo dos termos da *reverse merger*, bem como a assinatura de um acordo de troca de acções. No final, a empresa *shell* entrega a maioria das acções representativas do seu capital social e o controlo da sua administração aos accionistas da

sociedade (anteriormente) fechada. Os accionistas desta, por sua vez, pagam o preço da empresa *shell*, tornando-se assim em empresa cotada em bolsa.

Após conclusão da *reverse merger*, o nome da empresa *shell* é normalmente alterado para o nome da empresa anteriormente fechada. No caso da empresa *shell* ter um símbolo ou marca que a identifique, este também será alterado por forma a reflectir a alteração da denominação. Qualquer informação estabelecida, designada por “8-K”, deverá ser arquivada até 15 (quinze) dias após o *closing* da operação. O “8-K” contém informação sobre a nova empresa, sobre eventuais emissões de acções, sobre os novos directores e administradores, bem como relatórios relativos a financiamento.

Se a empresa *shell* estiver listada no “*Bulletin board*”, as acções registadas ou livremente trocadas poderão continuar a ser transaccionadas. Para poder negociar novas acções, a nova sociedade aberta terá primeiro que registar as acções junto da SEC. O registo ficará concluído entre três a quarto meses e, normalmente, é requerido que seja preenchida uma declaração da SEC.

As Fusões Invertidas traduzem-se num meio útil, rápido e prático para uma empresa atingir o fim de se transformar numa empresa cotada em bolsa. A CMVM exige um conjunto de condições para que uma Sociedade/Empresa possa ser cotada em bolsa, e após a sua transformação, exige que a Sociedade/Empresa cumpra um conjunto de regras, como sejam, por exemplo, de informação, de transparência, de contabilidade. E por isso, se uma empresa pretender ser cotada em bolsa, mas não conseguir reunir essas condições, poderá igualmente alcançar o seu objectivo e de uma forma mais simples – através de uma *reverse merger*.

Por possibilitar uma análise mais profunda e por ajudar a perceber melhor quais as vantagens e desvantagens de uma fusão invertida, interessa-nos analisá-la tendo por base a realidade americana.

Contudo, é importante que se tenha presente que vamos abordar, de seguida, um regime diferente do português. As próprias empresas que têm interesse em recorrer a uma

reverse merger – as *start-ups*³⁰ no caso americano – não serão as mesmas para os dois sistemas. Além disso, o mercado bolsista português, limitado e de pequena dimensão, não é comparável ao complexo mercado de valores mobiliários americano. Compreende-se que o mundo das *reverse mergers*, reduzida a casos pontuais em Portugal, não tenha ainda suscitado o mesmo entusiasmo que nos EUA.

ii) *Reverse Mergers* – Caso Americano

As *reverse mergers* têm sido consideradas, nos EUA, como uma alternativa às ofertas públicas de aquisição (OPAs).

Muitas empresas bem sucedidas estão prontas para dar o próximo passo – tornarem-se abertas –, mas por várias razões (muitas delas burocráticas) não conseguem alcançar uma posição no mercado que lhes permita satisfazer esse propósito mediante uma OPA. Algumas não poderão suportar os custos envolvidos numa OPA, mas, ainda assim, desejam tornar-se abertas. O método alternativo e ao alcance de qualquer sociedade para se tornar aberta é fundir-se com uma sociedade que já seja aberta, através de uma *reverse merger*³¹.

Existem, pelo menos, três razões ou benefícios que justificam a adopção de um caminho alternativo ao típico processo de uma OPA:

1. Subvalorização da empresa³²

Mesmo antes do seu lançamento, uma OPA começa a ser comentada e é dado início a um conjunto de especulações bolsistas que, normalmente, aumentam e desvirtuam o valor real da empresa que será o seu objecto, o que significa que o preço das suas acções dispara. Este rápido aumento de preço é geralmente seguido de uma rápida redução do mesmo assim que é iniciada a “*sell-off*” e a “*profit-taking*”. Utilizando as alternativas

³⁰ Empresas que iniciaram à pouco tempo a sua actividade ou um negócio e que devido ao *know-how* que possuem, por parte dos accionistas ou dos trabalhadores, têm elevado interesse científico ou de investigação.

³¹ V. <http://www.gopublicusa.com/main.html>

³² V. <http://www.gopublicusa.com/reversemerger.html>

que existem à OPA, é possível controlar e evitar o efeito da especulação e o risco que lhe é inerente.

2. Subvalorização do tempo³³

Outro factor que também é objecto de especulação é o tempo. Se as entidades reguladoras não sentirem que o mercado reúne condições favoráveis a uma OPA, poderão optar por atrasar ou mesmo interromper todo o processo. Os métodos alternativos permitem que a empresa que irá dar início à transacção decida quando, onde e em que altura pretende entrar no mercado regulado. Assim, é possível estruturar e prever o percurso que irá ser prosseguido, bem como conceber opções de contingência ou decidir fasear o processo.

3. Menor custo de entrada³⁴

Os custos com advogados, gestores e *marketiers* que preparam toda a operação são suportados, numa OPA, pela empresa que inicia a operação. Estes custos dependerão também da especulação e da forma como decorrerão as negociações. Muitas vezes, a empresa que será incorporada assume uma postura mais agressiva, que dificulta e encarece a operação. No caso de se optar por uma estratégia alternativa os custos suportados serão inferiores a cerca de metade do que seria suportado numa OPA e serão controlados de perto pela empresa que pretende adquirir, ao contrário do que se passa naquela.

Pelo facto de uma sociedade fechada se tornar aberta, isso permite-lhe alcançar um novo *status* – que lhe atribui novas oportunidades e uma nova credibilidade no mercado – e conseguir acesso a financiamento externo antes inalcançável. Existem várias razões para as empresas procurarem financiamento externo. Poderá, no entanto, questionar-se para que precisa uma sociedade fechada, acabada de se tornar aberta, de obter financiamento. São vários os motivos:

A. Financiamento para crescimento³⁵

³³ V. <http://www.gopublicusa.com/reversemerger.html>

³⁴ V. <http://www.gopublicusa.com/reversemerger.html>

O financiamento por parte das empresas é mais comumente utilizado numa fase inicial de crescimento, momento em que necessitam de liquidez para fazerem os investimentos necessários e para arrancarem no mercado com todas as ferramentas que lhes permitam ser bem sucedidas. Neste momento, assumimos que os donos da empresa procuram financiamento para compensar o *cash flow* que não é gerado pela empresa, durante um período de crescimento rápido e antecipado. Esse crescimento poderá ser justificado por uma expansão territorial da empresa ou por um crescimento de vendas que requeira mão-de-obra adicional. As razões mais comuns para uma empresa ter a necessidade de obter financiamento para crescimento são essencialmente três: (1) Expansão da Empresa³⁶; (2) *Working Capital*³⁷; e (3) Refinanciamento para substituição de arrendatários privados.

B. Financiamento por Aquisição³⁸

Uma aquisição poderá permitir à empresa descobrir e aceder a novos mercados e desenvolver novas linhas produtivas. Contudo, uma aquisição mal executada poderá piorar e enfraquecer o balanço da empresa e diminuir o seu valor.

Todas as aquisições têm características únicas e portanto, requisitos de financiamento diferentes. Tudo depende da empresa que será adquirida e da estratégia do Adquirente. Sublinhamos, nas linhas que se seguem, os três tipos básicos de financiamento e os seus respectivos prós e contras. Dependendo do estado do financiamento de ambas as empresas envolvidas – a empresa a adquirir e a empresa adquirente – a estrutura de financiamento poderá resultar na combinação entre (i) dívida, (ii) capital próprio, e (iii) acções do adquirente. Os três primeiros aspectos a ter em conta quando se estrutura uma aquisição são: (i) o montante de dívida que será emitido; (ii) criar uma estrutura de capital que seja mais apropriada à futura empresa; e (iii) o custo do financiamento.

³⁵ V. <http://www.gopublicusa.com/whyreversemerger.html>

³⁶ A expansão física da empresa será a razão que mais facilmente conseguirá obter financiamento externo, uma vez que é normal o investimento em activos por parte da empresa, nomeadamente, activos fixos que têm um custo elevado e um retorno não imediato e indirecto.

³⁷ Em algumas situações, uma empresa poderá crescer sem necessidade de recorrer à compra de activos adicionais ou de se expandir. Nestes casos, um crescimento repentino requer *working capital* adicional, para financiar o inventário e as contas a receber, uma vez que o crescimento é mais rápido que os pagamentos, exigindo liquidez.

³⁸ V. <http://www.gopublicusa.com/whyreversemerger.html>

(i) Financiamento pela Dívida³⁹

O recurso ao endividamento é a forma de financiamento de uma aquisição com menor custo e poderá estruturado de diversas formas. O valor da dívida que irá ser contraída dependerá do *cash flow* que a nova empresa resultante da fusão irá gerar, em comparação com os *cash flows* projectados para esta. O grau de proximidade dessa projecção com a realidade dependerá da solvabilidade das duas empresas envolvidas na fusão.

Se a empresa adquirente pretender financiar-se através de um “*leverage by out*”⁴⁰, esta será uma forma de pagar a totalidade do preço de aquisição contraindo dívida. Com base nesta estrutura, as acções e os *cash flows* futuros da empresa a adquirir serão o garante do pagamento da dívida. Este tipo de transacção é muito semelhante com a hipoteca que é feita sobre uma casa, no âmbito de um crédito à habitação, no qual o activo subjacente ao empréstimo é o seu garante.

Os Bancos costumam disponibilizar a forma mais comum e barata de dívida: a dívida sénior. Contudo, existem muitos outros fornecedores de dívida sénior que empregam metodologias diferentes para a estruturação de empréstimos. Os credores de dívida subordinada são mais agressivos na forma como fornecem a dívida – normalmente praticam taxas de juro mais elevadas e exigem uma parte do capital próprio da nova empresa.

Embora a dívida, como forma de financiamento, seja mais barata que o capital próprio, a verdade é que os juros e as necessidades de amortização, assim como as eventuais obrigações financeiras, poderão limitar a flexibilidade de uma empresa. Um elevado endividamento é apropriado para empresas em fase de maturidade com *cash flows* estáveis, que não necessitam de muito capital para crescerem.

Por seu turno, as empresas que prevêem um crescimento rápido, necessitam de fazer investimentos avultados. Para estas a melhor solução será a de optarem por um

³⁹ V. <http://www.gopublicusa.com/whyreversemerger.html>

⁴⁰ Quando alguém, normalmente uma instituição financeira, empresta dinheiro para comprar a totalidade ou a maioria das acções de uma empresa com a promessa de pagar o empréstimo com a venda de activos da empresa, se não puderem pagar o dinheiro emprestado.

financiamento estruturado principalmente por capitais próprios e com menor recurso à dívida.

(ii) Financiamento através de Capitais Próprios⁴¹

A forma mais cara de uma empresa obter crédito é por via de capitais próprios. Isto justifica-se pelo facto de estes representarem um elevado risco uma vez que não tem como garantia os bens da empresa, pelo que se alguma coisa correr mal as consequências serão única e exclusivamente suportadas por esta. Aquisições com *cash flows* instáveis necessitam de capitais próprios para crescer e competir no mercado. Contudo, o capital próprio oferece uma maior flexibilidade financeira porque não exige pagamentos extra.

Financiar uma aquisição com capitais próprios requer renunciar a uma parte da propriedade da nova empresa. Os investidores de capitais próprios – que poderão tomar a forma de fundos de compras alavancadas, fundos de *venture capital* ou empresas – assumem, muitas vezes, uma certa percentagem da representação no Conselho de Administração.

(iii) Swap de Acções⁴²

Também é possível utilizar as acções da empresa adquirente para comprar todas ou algumas das acções da empresa a adquirir. Este é um método muito comum entre empresas com capital transaccionado na bolsa. Os swaps ou troca de acções são mais complicados em transacções entre sociedades fechadas uma vez que as acções adquiridas não têm a mesma liquidez que as transaccionadas publicamente pelo que não serão vendidas com a mesma rapidez. Contudo, no caso do accionista maioritário da sociedade aberta (que será adquirida) pretender manter uma participação na nova empresa, então a troca de acções poderá ser uma opção a considerar.

Por forma a concluir um *swap* de acções, um valor terá que ser colocado como substituto do capital próprio de cada uma das empresas e será necessário determinar o preço de cada acção, bem como o valor de ambas as empresas.

⁴¹ V. <http://www.gopublicusa.com/whyreversemerger.html>

⁴² V. <http://www.gopublicusa.com/whyreversemerger.html>

C. *Turnarounds*⁴³

O financiamento via *turnaround* trata-se de financiar empresas com fraco desempenho mas que é expectável que “dêem a volta” e passem a ter um óptimo desempenho no futuro. Este tipo de financiamento ocorre geralmente no âmbito de uma transacção ou aquisição de uma empresa por outra, que, ao mesmo tempo, normalmente contrata uma nova equipa de gestão. O *turnaround* poderá incluir um financiamento por dívida sénior, por dívida subordinada ou por capitais próprios. As suas fontes são muito escassas e traduzem-se no valor acrescentado que alguém atribui a estas empresas, tomando-as como um desafio.

Assim, poderá dizer-se que, para que uma *reverse merger* seja bem sucedida, é necessário um plano ou uma estratégia bem arquitectada (que será apresentada a potenciais investidores), uma forte equipa de gestão, um plano de crescimento de vendas credível e convincente, uma equipa de auditores financeiros qualificada, e um advogado competente e com experiência na área de mercado de capitais.

Assim, é necessário percorrer um conjunto de passos tendentes à preparação de uma fusão invertida ou fusão de uma *shell*, os quais enunciamos de seguida⁴⁴:

- Encontrar a empresa ideal: as empresas *shell* poderão ser quase sempre descobertas através de sociedades de advogados ou empresas de auditoria que lidem com empresas cotadas em bolsa.
- Começar por uma *shell* “limpa”: neste contexto assume especial relevância o trabalho de *due diligence* a ser efectuado na empresa que será fundida pelos consultores jurídicos e financeiros. Muitas vezes, as empresas *shell* são criadas com o único propósito de se fusionarem com uma sociedade fechada e, nestes casos, não efectuaram qualquer transacção no passado, nem historial de insucessos;

⁴³ V. <http://www.gopublicusa.com/whyreversemerger.html>

⁴⁴ V. <http://www.gopublic.com/ten-considerations-going-public-completing-reverse-merger.html>

- Ter um plano de negócios global: potenciais investidores, accionistas, auditores, marketiers, entre muitos outros vão exigir a apresentação de um plano de negócios bem estruturado e justificado;
- Ter uma forte equipa de gestão: as empresas cotadas exigem e são constituídas por qualificadas equipas de gestão;
- Ter um plano de marketing convincente: é importante que a empresa consiga convencer que irá ter lucro e um crescimento maior, após a fusão;
- Desenvolver um Produto ou Serviço: as grandes empresas têm que ser capazes de ter um produto ou um serviço que lhes proporcione uma posição de destaque no mercado;
- Trabalhar com uma equipa de auditores financeiros qualificados;
- Trabalhar com consultores jurídicos com experiência na área dos valores mobiliários: os advogados da empresa terão que ser especializados na área de valores mobiliários e terão que conhecer o mercado regulamentado e as obrigações de informação a que estão obrigadas as empresas cotadas em bolsa;
- Ter experiência numa empresa cotada: pelo menos um dos accionistas ou administradores terá que ter uma experiência anterior em empresas cotadas;
- e
- Planear a estratégia de financiamento: uma *reverse merger* não é um método que tenha normalmente inerente um aumento de capital, pelo que os investidores terão que se preocupar em estabelecer de que forma irão gerar mais capital após a fusão estar concluída.

Não só num momento inicial, quando se decide proceder a uma *reverse merger*, terá que ser delineada uma estratégia. Também no momento em que se está a concluir a transacção é necessário ter em consideração um conjunto de requisitos. Assim, torna-se fulcral: ter informação sobre o plano de negócios da sociedade que será incorporada; ter informação sobre a gestão que tem sido prosseguida até então; obter o acordo quanto à estrutura e aos termos da fusão; trocar “Cartas de Intenções” como forma de garantir que a sociedade cotada cessará quaisquer negociações com outras empresas que tenham também apresentado propostas; providenciar demonstrações financeiras auditadas em conformidade com o previsto na lei norte-americana – as contas auditadas da sociedade

fechada terão que ser consolidadas com as demonstrações financeiras da empresa cotada em bolsa; obter o consentimento da maioria (preferencialmente 100%) dos accionistas da sociedade fechada na fusão e na troca das suas acções por acções da nova sociedade; alcançar o acordo da transacção entre todos os trabalhadores e administradores da empresa cotada, uma vez que serão substituídos por quem a sociedade fechada nomear; fazer uma lista de todos os accionistas da sociedade fechada que pretendem trocar as acções; divulgar a estrutura societária da sociedade após a fusão; determinar o Estado onde ficará sediada a empresa; cumprir todas as garantias e representações existentes entre a empresa adquirente e a empresa a adquirir; designar quais os advogados e auditores que representarão a sociedade fechada; e, finalmente, preparar os contratos que fecharão o negócio, como seja o Contrato de troca de acções, o Contrato de compra e venda de acções, o Contrato de fusão invertida, bem como toda a documentação necessária ao *closing*⁴⁵.

Após concluído todo este processo, a empresa que resultou da fusão passou a ter o seu capital transaccionado em mercado regulamentado de valores mobiliários, apesar de cerca de 90 % pertencer aos accionistas da sociedade fechada.

Existem alguns cuidados a ter quando é tomada a decisão de adquirir, mediante uma *reverse merger*, uma empresa *shell*. É verdade que muitas destas empresas, como já foi referido anteriormente, foram criadas com o propósito único de serem transaccionadas. No entanto, não é esta a situação em que todas se encontram. Muitas vezes, elas podem ser empresas que após se terem transformado em sociedades abertas, declararam insolvência e acumularam um conjunto de obrigações e dívidas, derivadas dos negócios mal sucedidos que desenvolveram anteriormente. Assim, com o intuito de poupar tempo e dinheiro, adquirir uma destas empresas poderá ter o efeito inverso e revelar-se uma má opção. Por isso, é importante que a decisão de adquirir uma empresa *shell* seja acompanhada por equipas qualificadas de consultores, especialistas em diversas áreas de prática, que possam analisar e investigar a situação real em que esta se encontra. Mais uma vez fazemos referência e sublinhamos a importância do trabalho de *due diligence*, que deverá obrigatoriamente ser efectuado.

⁴⁵ V. <http://www.reversemergersite.com/>

A maioria das *reverse mergers* são estruturadas por forma a que a sociedade fechada adquira 90% ou mais do capital da empresa cotada, o que significa que uma percentagem das acções que estão disponíveis no mercado não poderão ser “*trading stock*”, isto é, não poderão pertencer a *insiders* ou a empresas afiliadas ou pertencentes ao grupo, mas sim transaccionáveis pelo público em geral.

É ainda importante referir que as *reverse mergers* beneficiam de isenção do pagamento de quaisquer impostos, pelo que o capital transaccionado apenas será sujeito a imposto se for vendido ao público em mercado regulamentado (normalmente após as deterem durante o primeiro ano). A altura em que cada investidor decide vender as suas acções poderá também ser determinante para a obtenção (ou não) de lucro.

Após estar concluída a operação de fusão invertida, a entidade reguladora, em conjunto com a empresa, decidirão qual será o preço por que cada acção será vendida na bolsa.

iii) Vantagens e Desvantagens⁴⁶

As vantagens que podemos destacar quando se opta por uma *reverse merger* são as seguintes:

- Poupar tempo e dinheiro

Uma operação de *reverse merger* demora muito menos tempo (3 a 6 meses) que uma OPA (6 a 9 meses) a ser concluída, e os custos totais rondam entre \$100,000 a \$300,000, normalmente muito inferiores aos custos da tradicional OPA. Por outro lado, os honorários suportados com o trabalho jurídico são consideravelmente inferiores aos necessários numa OPA.

- Liquidez

⁴⁶ V. <http://www.gopublicusa.com/benefits.html>

As aquisições poderão ser feitas através de capital público depois da empresa que se tornou cotada em bolsa começar a negociar e é possível converter dívida em capitais próprios, usando acções. Adicionalmente, os investidores iniciais têm uma forma de recuperar o seu investimento, uma vez que podem vender as suas acções de forma rápida no mercado dos valores mobiliários, onde podem ser transaccionadas por um montante superior ao seu valor nominal.

- Controlo, prestígio e incentivos

Os accionistas e administradores da sociedade fechada que adquirem a empresa cotada em bolsa ficam com o controlo da nova sociedade, alcançando um novo estatuto e prestígio, que lhes permite assumir uma posição de mercado relevante e que se traduz, em princípio, em maiores facilidades de acesso a financiamento. Assim sendo, utilizar acções da empresa cotada como prémio é um incentivo e um motivo para os trabalhadores continuarem na empresa e uma forma de atrair outros. Realizar aumentos de capital é, assim, mais fácil, graças à liquidez adicional dos investidores, e normalmente demora menos tempo e é mais barato.

- Risco reduzido

Após a transformação para empresa cotada em bolsa, a sociedade que anteriormente era fechada passa a ter um risco de capital mais reduzido graças à maior dispersão de capital. Por outro lado, enquanto que numa OPA a empresa terá que apresentar um histórico de lucros relativamente longo e estável, numa *reverse merger* isso não constituirá um impedimento para a sua realização. Por fim, ser uma empresa cotada em bolsa permite-lhe alcançar uma melhor avaliação.

Do lado oposto encontramos as desvantagens que se reduzem essencialmente a: uma perda de confidencialidade, uma vez que a empresa passa a ser conhecida publicamente; a um aumento dos custos com o cálculo dos Balanços, Demonstrações de Resultados e outros mapas financeiros, uma vez que serão divulgados e objecto de apreciação mais exigente; uma perda de uma percentagem de capitais próprios; um gasto adicional de tempo com a gestão da sociedade, que terá que dedicar tempo adicional à sua estratégia bem como ao estudo do mercado; uma maior visibilidade que se traduz em um maior

nível de responsabilidade a que a empresa se expõe; e a um aumento dos custos com questões regulamentares, que serão acompanhadas por auditores, consultores jurídicos e investidores.

Tudo ponderado, podemos concluir que as vantagens são numericamente superiores às desvantagens e que realmente deverá ser sempre considerada a hipótese de se optar por uma *reverse merger*, em alternativa a uma OPA.

Voltando ao caso português, a mesma conclusão não poderá ser retirada, uma vez que as vantagens ou razões que levam uma empresa a optar por uma fusão invertida serão meramente pontuais.

Mais, em Portugal, a opção por este tipo de operações, em vez de uma fusão típica, apenas será considerada (ou tem sido considerada) entre empresas que estejam em relação de grupo. Podemos pensar facilmente num caso em que uma sociedade é dominada por outra em 90% e que se funde com a sociedade dominante por razões fiscais – a empresa dominante estava a ter prejuízos e a dominada teve resultados positivos, e portanto esta teria que pagar impostos sobre esses lucros. Fundir-se com a empresa dominante é uma forma de não pagar impostos (reporte financeiro) e poder beneficiar igualmente dos lucros.

O facto de estarmos perante um conceito híbrido poderá beneficiar das vantagens dos conceitos semelhantes à *reverse merger* tipificados, bem como escapar às desvantagens destes. No entanto, isto significa que é uma matéria onde existe maior incerteza e maior insegurança, por outro lado, e onde a liberdade contratual poderá usar melhor a sua criatividade.

iv) Análise Crítica

Fazemos referência ao Artigo publicado por William K. Sjoström, Jr., denominado “*The Truth About Reverse Mergers*”, o qual constituirá o suporte para as conclusões e comentários que de seguida expomos e que se traduz numa visão crítica deste tipo de fusões.

Uma *reverse merger* traduz-se num método atípico de uma sociedade fechada se tornar cotada em bolsa. Em vez de se contratar um subscritor para vender as acções da empresa numa OPA, uma sociedade fechada trabalha em conjunto com um promotor por forma a identificar e encontrar um empresa *shell*, com a qual se irá fundir. Através da fusão, os accionistas da empresa adquirente ficam com uma participação maioritária no capital da empresa resultado da aquisição, em troca de acções que detinham na primeira. Concluída a *reverse merger*, a empresa *shell* passa a ter os activos e as obrigações da sociedade fechada e passa a ser controlada pelos accionistas desta. O nome da empresa *shell* é alterado para o nome da sociedade fechada, os administradores e trabalhadores daquela são substituídos pelos desta e as suas acções continuam a ser transaccionadas no mercado regulamentado da mesma forma que eram antes. Portanto, a actividade da sociedade fechada continua a ser controlada pelo mesmo grupo de accionistas e gerida pelos mesmos administradores, mas agora com um tipo diferente – empresa cotada em bolsa.

As *reverse mergers* existem há muito tempo mas só recentemente ganharam popularidade nos EUA. Contudo, apesar de serem realizadas em alternativa às OPAs, a verdade é que as *reverse mergers* não proporcionam nem grandes entradas de capitais próprios nem liquidez por acções, os quais consistem nos dois principais benefícios de uma OPA.

As empresas *shell* existem por duas razões: (1) porque uma sociedade fechada se torna cotada em bolsa e por qualquer razão cessou a sua actividade e liquidou as suas acções; e (2) porque nunca chegou a estar activa mas foi constituída desde o início com o objectivo único de criar uma “*public shell*”. Na primeira situação a empresa *shell* terá

normalmente acções transaccionadas entre o público em algum mercado regulamentado, ainda que com pouca frequência. No segundo caso, a empresa não terá acções a serem transaccionadas.

A troca de acções da sociedade fechada por acções da *public shell* é considerada como uma oferta e venda de garantias, pelo que se encontra sujeita às regras do “Security Act” de 1933.

Uma *reverse merger* é tipicamente uma estrutura triangular uma vez que a *public shell* constitui uma nova sociedade subsidiária desta e totalmente detida por aquela, que por sua vez irá ser fundida com uma sociedade fechada. Após a fusão estar concluída, as acções dessa sociedade fechada serão convertidas em acções da *public shell* (que passa a ter o nome da sociedade fechada), que correspondem a uma participação equivalente à maioria do seu capital (normalmente entre 80% a 90%). Em alternativa, a *reverse merger* poderá consistir numa fusão directa entre a *public shell* e a sociedade fechada. Preferimos a opção da estrutura triangular por ser a que comporta custos mais reduzidos: não será necessária a aprovação dos accionistas da *public shell* à transacção, uma vez que é a empresa subsidiária desta que irá ser adquirida⁴⁷.

As *reverse mergers* são normalmente descritas como um processo mais célere e mais barato que as OPAs. Isto pode ser tecnicamente correcto, mas na prática poderá ser irrelevante e enganador.

O autor refere que as vantagens enumeradas para uma estratégia de *reverse merger* poderão ser enganadoras, uma vez que são apontadas em relação a uma OPA, e estes dois processos não são equivalentes, assim como o papel de um subscritor não poderá ser comparado ao papel do promotor.

As OPAs são transacções pensadas tipicamente como uma estratégia para as empresas aumentarem o seu capital, ao contrário do que se passa nas *reverse mergers*. Aliás, nestas não existe troca de acções por “cash”, mas sim por outras acções e os accionistas retêm as acções de que são titulares para garantirem o controlo da empresa resultado da

⁴⁷ Atenção ao facto de esta vantagem poder perder fundamento, devido a uma regra que alguns Estados dos EUA têm, segundo a qual é exigido o consentimento da “*public shell*” no caso de serem transaccionadas pelo menos 20% das suas acções na *reverse merger*. O Estado de Delaware, por exemplo, não tem esta regra.

fusão. O único “*cash*” que é circulado serve para pagar os honorários ao promotor, aos advogados e aos contabilistas envolvidos na transacção. Além disso, mesmo que as acções fossem vendidas, o preço que iriam receber por elas iria ser tendencialmente inferior àquele que seria pago no âmbito de uma OPA (efeito da especulação).

Adicionalmente, será legítimo afirmar que apenas empresas de baixa qualidade recorrem a este tipo de processo, uma vez que as empresas de maior qualidade têm ao seu dispor muitas e mais atractivas formas de financiamento. Assim, se uma empresa se torna cotada em bolsa via *reverse merger*, estará a dar sinais ao mercado que é uma empresa com pouca relevância e com uma qualidade inferior. Por seu turno, uma OPA tem implícito o certificado de qualidade atribuído pelos subscritores, bem como terá exposição das suas obrigações de acordo com as leis federais das garantias. Como resultado disto, a empresa que se torna cotada por uma *reverse merger*, verá reduzido o seu preço por acção, reflexo destes factores e “*stock*” terá pouca liquidez.

No final do dia, uma *reverse merger* goza de poucos dos benefícios de uma OPA e acaba por enfrentar as mesmas desvantagens que esta: aumento dos custos, das obrigações, perda de flexibilidade e de confidencialidade.

O autor utiliza a seguinte comparação para explicar o seu ponto de vista: se é verdade que as *reverse mergers* são mais rápidas e envolvem menores custos que as OPAs, é-o apenas na medida em que um triciclo é mais rápido e mais barato que um Cadillac. Com esta comparação, pretende transmitir que não é possível comparar uma *reverse merger* a uma OPA.

Assim sendo, defende que essa celeridade e menores custos são enganadores. Uma OPA é uma operação que envolve milhões de dólares, enquanto que uma *reverse merger* apenas representa valores entre os 100000 e os 400000 dólares. No entanto, estes valores não incluem o valor dos capitais próprios retidos pelo promotor da *shell* e suas filiais (normalmente 10% a 20% das acções). Isto significa que na *reverse merger* terá que ser adicionado o valor correspondente a essa percentagem que é retida, que estando entre 10% a 20% poderá ser equivalente a aproximadamente 5 e 10 milhões de dólares.

No que diz respeito à celeridade, é dito que uma *reverse merger* poderá ficar concluída em poucas semanas, e que no máximo não ultrapassará 4 meses. Nas OPAs o tempo

pode variar muito: algumas fontes afirmam que poderá demorar entre 15 a 20 semanas, outras entre 9 a 12 meses do início ao fim. Assim, a variação de tempo das duas operações dependerá de um conjunto de factores incluindo a complexidade do negócio, as condições de mercado e competência da gestão.

Para uma empresa poder tornar-se cotada em bolsa através de uma OPA precisa de ter uma “investment banking firm” que subscreva a oferta e muitas empresas nunca o conseguirão. Em geral, nenhuma entidade garantirá a passagem de uma empresa para “public” se não respeitar um mínimo de três requisitos: (1) ter receitas anuais de \$20 milhões; (2) ter um lucro líquido de \$1 milhão; e (3) ter um potencial para atingir e manter um crescimento das suas receitas de, pelo menos, 20% nos cinco a dez anos seguintes. Se uma empresa não reunir estes critérios não poderá pensar sequer na opção de uma OPA.

Concluindo, as *reverse mergers* constituem uma possibilidade, antes inalcançável, de qualquer empresa se tornar “public”, não obstante esta apresentar maus resultados e ter grandes probabilidades de ser mal sucedida.

As *reverse mergers* abrem a porta a um conjunto de empresas com acesso a opções de financiamento limitadas e constituem um exemplo do dinamismo do nosso mercado de capitais.

v) *Reverse Mergers* – Caso Português

Como já foi referido anteriormente, as operações de *reverse mergers*, em Portugal, são pontuais e contam com razões específicas de cada situação. Não podemos, como fizemos para o caso americano, destacar um conjunto de vantagens e desvantagens que poderão pesar na escolha por um método de fusão alternativo.

Assim, procedemos à análise de uma operação de *reverse merger* portuguesa⁴⁸, no qual estavam envolvidas duas sociedades em relação de grupo, na área da construção civil e imobiliário em geral, que, no seu projecto de fusão, invocaram essencialmente os seguintes motivos:

⁴⁸ V. Anexo I – “Projecto de *Reverse Merger*”.

- (1) reestruturação do grupo mediante a criação de uma estrutura jurídica, fiscal e económica que confira estabilidade financeira;
- (2) assegurar auto-suficiência e crescimento da quota de mercado;
- (3) razões fiscais: a Sociedade Filha era quem detinha a totalidade dos imóveis, pelo que evitou assim o pagamento de impostos sobre a transmissão;
- (4) otimização e aproveitamento de sinergias; e
- (5) redução dos custos operacionais.⁴⁹

Além das razões expostas no caso analisado, de que apresentamos uma síntese, podemos ainda reunir um conjunto de motivos que poderão fazer com que uma sociedade opte por uma *reverse merger*. Esta poderá constituir a solução para a vontade de proceder a uma reestruturação financeira (provavelmente comum entre várias empresas no momento de crise em que nos encontramos). Pois a verdade é que uma empresa com menor dimensão é, à partida, mais fácil de controlar e de gerir e permite uma concentração racional de esforços, isto é, com menos recursos (suficientes para a administração da sociedade) consegue-se um maior foco nos objectivos da empresa.

Ou então, a opção por uma *reverse merger* poderá basear-se numa intenção de reestruturação e reorganização societária, e por uma intenção de reduzir os custos. Percebe-se que estas pretensões são alcançadas mantendo em funcionamento a sociedade mais pequena, e portanto, mais fácil de manter a um custo muito inferior.

No exemplo utilizado, a opção por uma *reverse merger* teve por base questões fiscais: a sociedade Filha, S.A. (detida pela Mãe, S.A.), era quem detinha a maior parte dos bens imóveis e por isso, para evitar o risco inerente ao pagamento de Imposto sobre Transmissão de Imóveis (IMI), optou-se por incorporar a sociedade que não os tinha no seu património e que era, neste caso, a sociedade mãe.

Podemos afirmar que as razões de ordem fiscal são aquelas que mais motivam as sociedades a optarem por uma *reverse merger*. Outro exemplo poderá ser a intenção de utilizar o reporte prejuízos fiscais para evitar a tributação do lucro: a sociedade mãe apresentou lucros num determinado exercício e portanto irá pagar impostos; por seu

⁴⁹ V. Ponto 2. “Motivos” do Anexo I.

turno, a sua sociedade filha, na qual detém uma participação de 90%, apresentou prejuízos pelo segundo ano consecutivo. Para evitar ser tributada pelos lucros que registou, a sociedade mãe poderá fundir-se com a sociedade filha, pelo que o património de ambas é somado, o que levará a uma diminuição (ou mesmo anulação) do prejuízo da sociedade filha.

Noutros casos, a razão desta operação poderá residir num ponto de vista comercial. Imaginemos que a sociedade filha mantém um contrato de fornecimento com um fornecedor muito importante e nesse contrato está prevista uma cláusula que impede a alteração das partes e da estrutura societária da sociedade filha. Para evitar perder esse fornecedor, as sociedades deverão optar por fazer uma *reverse merger*, em vez de uma fusão típica, para que se mantenham inalteradas as partes no contrato – a sociedade filha e o fornecedor.

Podemos, então, concluir que além destas, muitas outras razões poderão ser encontradas, uma vez a opção pelo recurso a uma *reverse merger* é tomada a partir de um conjunto de circunstâncias específicas e inerentes a uma situação em concreto.

Parece-nos legítima a afirmação de que não será possível destacar um conjunto de vantagens e desvantagens que dizem respeito a um processo de *reverse merger*, uma vez que estas só poderão ser apontadas caso a caso. A ideia a reter será a de que estas se traduzem em mais uma forma de resposta às exigências das empresas para a satisfação das suas necessidades, a par de um mercado em permanente evolução e mudança, que exige uma adaptação permanente dos seus intervenientes.

As *reverse mergers* traduzem-se assim, na prova de que há sempre novas soluções por descobrir.

vi) ASPECTOS FISCAIS – REGIME DA NEUTRALIDADE FISCAL

No âmbito de qualquer transacção é sempre realizada uma análise das repercussões fiscais que esta possa despoletar. Esta análise assume especial relevância uma vez que poderão estar em causa pesados encargos, que poderão ser eventualmente evitados.

O Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas (doravante CIRC)⁵⁰, no seu artigo 74.º, n.º 1, estabelece um regime especial aplicável às fusões de sociedades, se verificados certos requisitos – o regime da neutralidade fiscal⁵¹.

É entendimento do legislador que *“Outra área onde se faz sentir a necessidade de a fiscalidade adoptar uma postura de neutralidade é a que se relaciona com as fusões e cisões de empresas. É que a reorganização e o fortalecimento do tecido empresarial não devem ser dificultados, mas antes incentivados, pelo que, reflectindo, em termos gerais, o consenso que, ao nível dos países da CEE, tem vindo a ganhar corpo neste domínio, criam-se condições para que aquelas operações não encontrem qualquer obstáculo fiscal à sua efectivação, desde que, pela forma como se processam, esteja garantido que apenas visam um adequado redimensionamento das unidades económicas.”*⁵²

O art. 74.º, n.º 1 do CIRC estabelece que, para efeitos da determinação do lucro tributável das sociedades fundidas *“(…) não é considerado qualquer resultado derivado da transferência dos elementos patrimoniais em consequência da fusão (...) nem são considerados como rendimentos (...) os ajustamentos em inventários e as perdas por imparidade e outras correcções de valor que respeitem a créditos, inventários e, bem*

⁵⁰ Entendimento da Administração Fiscal pelo Despacho n.º 37/2005 XVI do SEAF, de 13/01/05.

⁵¹ O artigo 74.º, n.º 1 do CIRC. A Administração Fiscal não considera esta modalidade de fusão para efeitos de aplicação do regime especial das fusões, cisões e entrada de activos. Tudo se passa como se no momento da realização da operação não houvesse qualquer transmissão, sendo os resultados apurados no futuro na esfera da sociedade que resultar da fusão ou sociedade incorporante, como se fosse esta a realizar tais resultados. Este benefício só será aplicado se a transferência global dos activos e passivos da sociedade a incorporar para a sociedade incorporante for efectuada pelo valor contabilístico.

⁵² Preâmbulo do CIRC, ponto 11.

assim, nos termos do n.º 4 do artigo 39.º, as provisões relativas a obrigações e encargos objecto de transferência, aceites para efeitos fiscais (...)”.

Assim, para que uma sociedade beneficie deste regime especial, no âmbito de uma fusão, é necessário que se verifique uma transferência global dos activos e passivos da sociedade a incorporar para a sociedade incorporante efectuada pelo valor contabilístico.

Contudo, a Administração Fiscal tem entendido que a *reverse merger* não é elegível para efeitos da aplicação do regime do art. 74.º, n.º 1 do CIRC. A argumentação utilizada para esta exclusão baseia-se, por um lado, na natureza atípica da *reverse merger* e, por outro, por se entender que esta não reúne os requisitos exigidos por aquele artigo do CIRC.

Estes argumentos são justificados da seguinte forma: “(...) *se uma operação não se integrar no elenco das previsões constantes do mesmo preceito, isto é, se não se subsumir a uma das específicas caracterizações legais aí enunciadas, isso implica que não pode beneficiar do regime de neutralidade fiscal. (...) para uma operação de fusão em que a sociedade incorporante é totalmente detida pela sociedade incorporada, já não se encontra qualquer previsão ou regulação específica. Nesta fusão inversa, em que a sociedade controlada incorpora a sociedade mãe, a incorporante adquire, como acções próprias, aquelas que eram detidas pela incorporada, devendo ao mesmo tempo entregar essas acções aos sócios da sociedade mãe que se dissolve. O facto de não se encontrar uma regulação específica para a fusão inversa afasta estas operações do regime especial previsto nos artigos 67.º e seguintes do CIRC*⁵³, uma vez que não se reconduz às definições legais taxativas presentes no n.º 1 do artigo 67.º do mesmo diploma.”⁵⁴

Daqui resulta que na *reverse merger* não se verifica a relação de troca entre participações, a qual é essencial ao preenchimento do conceito de fusão constante do

⁵³ Normativo baseado nas disposições da Directiva n.º 90/434/CEE, de 23 de Julho – comumente designada por Directiva das Reestruturações Societárias.

⁵⁴ V. Despacho n.º 1204/2004 – XV do SEAF, de 19/05/04.

CIRC (excepto no caso de fusão simplificada), uma vez que as acções próprias adquiridas pela sociedade incorporante são as mesmas que são entregues aos sócios/accionistas da sociedade mãe que se dissolve.

A Administração Fiscal inviabiliza a aplicação do regime da neutralidade fiscal às *reverse mergers*, por entender que estas não se encontram abrangidas nas definições de fusão constantes do CIRC, em consonância com o que é disposto no n.º 7 do art. 73.º do mesmo diploma, que estabelece que “*o regime especial estatuído na presente subsecção aplica-se às operações de fusão e cisão das sociedades e de entrada de activos tal como definidas nos artigos n.º 1 a 3.*”.

Mais se adianta que “*A operação de fusão em que a sociedade incorporante é detida pelas sociedades incorporadas (...) e que, em resultado da fusão, não se procedeu ao aumento de capital da incorporante nem se estabelecem relações de troca, fica excluída do regime da neutralidade fiscal.*”⁵⁵.

A questão que poderá ser levantada e que decorre desta afirmação é a seguinte: então, se a *reverse merger* incluir também um aumento de capital, isso significa que já poderá beneficiar da neutralidade fiscal? E ainda que não contemple esse aumento de capital, quando estamos perante uma operação de *reverse merger* existe uma efectiva troca de acções, por um lado, e de um preço por uma empresa a adquirir, por outro, verificando-se, assim, os requisitos exigidos pela lei.

“*Com efeito, a teoria económica tem vindo a entender que existe um nível de alavancagem dos capitais próprios óptimo para cada ramo de negócio, considerando o estágio de desenvolvimento da actividade da empresa. Neste contexto, um capital social excessivo poderá, em termos económico-financeiros, implicar uma redução da alavancagem da sociedade, reduzindo a potencial rentabilidade dos capitais próprios para níveis sub-óptimos. Por outro lado, não é despidendo considerar que o capital social apresenta um nível de rigidez significativamente superior ao de outras componentes dos capitais próprios, facto que poderá, em determinadas condições, dificultar operações de reorganização económico-financeira que permitam dinamizar a*

⁵⁵ V. Despacho n.º 37/2005 XVI do SEAF, de 13/01/05.

actividade das entidades participantes no capital da sociedade, considerando uma perspectiva de Grupo económico mais ampla.

Adicionalmente, um nível de capitalização excessivo para a actividade ou o negócio da sociedade incorporante pode conduzir à necessidade de efectuar uma redução do mesmo imediatamente após a fusão. A concretização deste tipo de operações, ainda que de prática corrente, representa significativos encargos para as entidades envolvidas, tanto a nível monetário como burocrático, especialmente quando poderiam ser evitadas.

Por fim, a realização de um aumento de capital social desproporcionado para a realidade da sociedade incorporante poderá suscitar a aplicabilidade das disposições previstas no artigo 35.º do CSC (perda de metade do capital): “Considera-se estar perdida metade do capital social quando o capital próprio da sociedade for igual ou inferior a metade do capital social”.⁵⁶

Assim sendo, concluímos não existir qualquer motivo para pôr de parte as *reverse mergers* deste regime de neutralidade fiscal, uma vez que o objectivo económico para o qual é tomada a decisão de optar por uma destas operações é o mesmo que é considerado para efeitos de uma fusão típica, isto é, que se encontra abrangido pelo regime disposto na alínea a) do artigo 67.º, n.º 1 do CIRC⁵⁷.

Contudo, se o entendimento da Administração Fiscal não seguir este caminho, teremos que ter consciência das consequências de uma *reverse merger* não estar abrangida pelo regime de neutralidade fiscal. Assim sendo, terão que ser apuradas as eventuais mais-valias que possam decorrer da operação, tanto na esfera da sociedade incorporada, como na esfera dos seus sócios/accionistas que passam a deter acções da sociedade incorporante (em vez das acções da sociedade incorporada), bem como na esfera da própria sociedade (esse apuramento de mais-valias será efectuado por consultores financeiros).

⁵⁶ Carvalho, Hugo Sancho (2010), “*Fusões Fiscalmente Neutras entre Sociedades Detidas pelo Mesmo Sócio, uma Breve Reflexão*”, Revisores e Auditores.

⁵⁷ Esta é a opinião seguida por Sanches, J. L. Saldanha, “*Fusão Inversa e Neutralidade (da Administração) Fiscal*”, Fiscalidade 34, 2008.

PARTE II – CONCLUSÃO

IV. CONCLUSÃO

Não podemos negar o interesse que o presente tema suscita, no âmbito do regime jurídico português, em relação ao regime norte-americano. Enquanto neste já muito foi escrito e discutido sobre as *reverse mergers*, muito pouco foi escrito até agora sobre o mesmo em Portugal.

Fruto da proliferação desta transacção nos mercados americanos, as sociedades optam por operações de *reverse merger* com um intuito diferente das sociedades portuguesas – o de se tornarem sociedade abertas, ou seja, sociedades cotadas em bolsa, de uma forma aparentemente mais rápida e económica. No entanto, as operações de *reverse merger* vinculam as sociedades que a elas recorrem a uma imagem de fragilidade e qualidade inferior. Por outro lado, não se poderá deixar de salientar a incerteza que paira sobre as sociedades envolvidas numa operação de *reverse merger*, por se tratarem tendencialmente de sociedades que, de outra forma, não conseguiriam financiamento por parte de instituições financeiras.

Contudo, seria necessária uma análise mais aprofundada do tema para conseguir avaliar o sucesso do fenómeno das *reverse mergers* nos EUA, pelo que, não obstante as críticas a que fizemos referência anteriormente e que aqui expomos sucintamente, a verdade é que aparentemente as *reverse mergers* constituem, de facto, uma oportunidade para empresas de menor capacidade económica poderem crescer e assumir um papel relevante no mercado norte-americano.

Em Portugal, a par de uma bolsa de valores incomparavelmente mais incipiente e simples que a americana, as razões que podem estar na base de uma *reverse merger* serão puramente pontuais e prendem-se geralmente com motivações fiscais.

Assim sendo, é de extrema relevância que se retome o exposto anteriormente a propósito da desconsideração das *reverse mergers* para efeitos do regime da

neutralidade fiscal, uma vez que a motivação que está na base de uma opção por este tipo de transacções nunca poderá ser a evasão fiscal.

É incontornável a reflexão acerca dos verdadeiros motivos que levam ou podem levar duas sociedades, em relação de grupo, a optarem por uma *reverse merger* e perceber se a intenção se traduz, única e exclusivamente, em evitar encargos fiscais que seriam suportados no âmbito de uma fusão típica.

Não obstante, também resulta do exposto na presente tese que existem outras razões perfeitamente legítimas que servem de justificação para uma *reverse merger*, no contexto português, pelo que o seu interesse prático não poderá ser desconsiderado, ainda que pontual. A *reverse merger* pode constituir a melhor solução estratégica e de mercado para uma sociedade.

Acima de tudo, parece-nos evidente o contributo das *reverse mergers* no que concerne ao aumento do leque de opções e soluções que se encontram ao dispor das sociedades, para enfrentar as várias vicissitudes a que estão expostas durante a sua vida.

Acreditamos que neste momento, o presente tema não tem especial relevância prática (dado o número reduzido de *reverse mergers* em Portugal), mas que no futuro poderá vir a ter. Tudo dependerá da evolução do mercado e dos interesses e objectivos das sociedades.

Assim sendo, e de uma forma abstracta, não seria de estranhar um fenómeno de *reverse mergers* entre empresas portuguesas e empresas *shell*, que tenham interesse em entrar no mercado regulamentado dos EUA (por ser o caso estudado), alargando os seus horizontes e talvez assumindo uma posição de relevo que poderá ser benéfica.

V. BIBLIOGRAFIA

- Abreu, J. M. Coutinho de / Martins, Alexandre Soveral, “Grupos de Sociedades – Aquisições Tendentes ao Domínio Total”, Coimbra: Almedina, 2003;
- Abreu, Jorge M. Coutinho de, “Código das Sociedades Comerciais em Comentário – Vol. II”, Coimbra: Almedina, 2011;
- Almeida, António Pereira de, “Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários (Reformulada e actualizada de acordo com os Decretos-Leis n.ºs 8/2007 e 357-A/2007)”, Coimbra: Coimbra Editora, 5ª Edição, Título VII, 2008;
- Almeida, António Pereira de, *et al.*, “Direito dos Valores Mobiliários – Volume VI”, Coimbra: Coimbra Editora, 2006;
- Antunes, José Augusto Quelhas Lima Engrácia, “Os Direitos dos Sócios da Sociedade-Mãe na Formação e Direcção dos Grupos Societários” – Estudos e Monografias”, Porto: Universidade Católica Portuguesa – Editora, 1994;
- Antunes, José A. Engrácia, “A Aquisição Tendente ao Domínio Total – Da Sua Constitucionalidade”, Coimbra: Coimbra Editora, 2001;
- Arkebauer, James B., “*Going Public – Everything You Need to Know to take your Company Public, including Internet Direct Public Offerings*”, Dearborn Financial Publishing, 3ª Edição;
- Bastardo, Carlos / Gomes, António Rosa, “Fusões e Aquisições de Empresas (M&A) – Uma Abordagem de Avaliação de Empresas”, Lisboa: Texto Editora, 2ª Edição, 1990;
- Baxe, Domingos Salvador André, “A Tutela dos Direitos dos Sócios em Sede de Fusão, Cisão e Transformação das Sociedades”, Coimbra: Almedina, 2010;
- Carvalho, Hugo Sancho, “Fusões Fiscalmente Neutras entre Sociedades Detidas pelo Mesmo Sócio – Uma Breve Reflexão”, Revisores e Auditores, 2010;

- Choi, Stephen J. / Pritchard, A.C., “Securities Regulation: Cases and Analysis”, Thomson/Foundation Press, New York, 2008, Second Edition;
- Correia, Luís Baltazar Brito da Silva, *et al.*, “Problemas do Direito das Sociedades. O Financiamento da Sociedade no CSC e no CVM – Prof. Doutor C. Ferreira de Almeida – FDUNL”, Coimbra: Almedina, Série Colóquios do IDET, 2ª reimpressão, 2008;
- Cunha, Paulo Olavo, “Direito das Sociedades Comerciais”, Coimbra: Almedina, 2ª Edição, 2006;
- Cunha, Paulo Olavo, “Direito das Sociedades Comerciais”, Coimbra: Almedina, 4ª Edição, 2010;
- Drago, José, “Fusão de Sociedades Comerciais – Notas Práticas”, Coimbra: Almedina, 2007;
- Duarte, Rui Pinto, *et al.*, “Direito das Sociedades em Revista”, Coimbra: Almedina, Vol. 5, 2011;
- Furtado, Jorge Henrique da Cruz Pinto, “Código das Sociedades Comerciais – Anotado”, Artigos 97º a 106º, Petrony Editora, 2007;
- Furtado, Pinto, “Curso do Direito das Sociedades”, Coimbra: Almedina, 4ª Edição;
- Geraldès, António Abrantes, “Sociedades Comerciais – Jurisprudência (1997-2008)”, Colectânea de Jurisprudência Edições, 2009;
- Guiné, Orlando Dinis Vogler, “A Responsabilização solidária nas Relações de Domínio Qualificado – uma primeira noção sobre o seu critério e limites”, Separata da Revista da Ordem dos Advogados, Ano 66, I – Lisboa, Janeiro 2006;
- Mesquita, Henrique, “Lições de Direito Comercial Obrigações Mercantis em Geral Obrigações Mercantis em Especial (Sociedades Comerciais)”, Edição do Autor, fascículo II, 1966;

- Ribeiro, Maria de Fátima, “Jornadas – Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira”, Coimbra: Almedina, 2007;
- Sanches, J. L. Saldanha, “Fusão Inversa e Neutralidade (da Administração) Fiscal”, *Fiscalidade* 34, Abril de 2008;
- Tavares, José, “Sociedades e Empresas Comerciais”, Coimbra: Coimbra Editora, 1924;
- Vakil, Dr. M. Karim / Silva, Dr. Filipe Fraústo da, “Mergers & Acquisitions in Europe”, M Karim Vakil Law Offices, Portugal;
- William K. Sjoström, Jr., “The truth about Reverse Mergers”, Universidade do Arizona, EUA, *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 2, 2008.

LINKS:

- www.ssrn.com, em
- Wikipedia: http://en.wikipedia.org/wiki/Reverse_takeover
- www.derbymanagement.com/knowledge/pages/.../ReverseMerger.pdf
- www.reversemergersite.com/
- http://www.dealflowmedia.com/conferences/rm_conference_10.cfm
- www.equitiesmagazine.com/.../No_R_and_R_at_Rodman_Renshaw.pdf
- www.nixonpeabody.com/linked_media/.../China-IPOs_May-2008.pdf
- *reversemerger.dealflowmedia.com/.../article.cfm?title...Anslow-Jaclin...*
- <http://www.anslowlaw.com/search.aspx?keywords=reverse%20merger&Sections=1,1,1,1>
- www.egsllp.com/NewsandEvents.html
- <http://www.gopublic.com/ten-considerations-going-public-completing-reverse-merger.html>

- <http://www.amazon.com/Gower-Davies-Principles-Modern-Company/dp/0421788208>
- <http://www.feldmanllp.com/news-11-01-09.htm>
- <http://blog.agoracom.com/2009/06/26/reverse-merger-2009-presentation-now-live/>
- <http://www.venturea.com/shell.htm>
- <http://www.flexfinancialgroup.com/>
- <http://www.iposhells.com/>
- <http://www.gopublicusa.com/main.html>
- <http://www.businessfinance.com/public-shell.htm>

LEGISLAÇÃO / JURISPRUDÊNCIA CONSULTADA:

- Ac. do TRP, de 24/12/92, disponível em <http://www.dgsi.pt>;
- Código das Sociedades Comerciais;
- Compilação de legislação fiscal;
- Decreto-Lei 19/2009, de 12 de Maio;
- Decreto-Lei 185/2009, de 12 de Agosto;
- Despacho n.º 1204/2004 – XV do SEAF, de 19/05/04;
- Despacho n.º 37/2005 XVI do SEAF, de 13/01/05; e
- Directiva 77/91/CEE do Conselho, de 13 de Dezembro de 1976;
- Jornal Oficial da União Europeia L 264/32, de 25.09.2006;

- Processo 319/2004 – com despacho nº 36/2005 – XVI do SEAF, de 13/01, da Direcção-Geral dos Impostos.

VI. ANEXOS

ANEXO I – PROJECTO DE *REVERSE MERGER*

ANEXO II – *SEC FINAL RULE 33-8587*

QUADRO I – FUSÃO SIMPLES

QUADRO II – FUSÃO INCORPORAÇÃO

QUADRO III – FUSÃO SIMPLIFICADA

QUADRO IV – REVERSE MERGER

ANEXO I – PROJECTO DE *REVERSE MERGER*

PROJECTO DE FUSÃO

Entre

FILHA, S.A

(Sociedade Incorporante)

E

MÃE, S.A.

(Sociedade a Incorporar)

[data]

PROJECTO DE FUSÃO

1. **FILHA, S.A.**, com sede na Rua [●], concelho de [●], distrito de [●], com o capital social de € [●], matriculada na Conservatória do Registo Comercial de [●] sob o número único de matrícula e de pessoa colectiva [●], doravante designada por **“FILHA, S.A.”** ou **“Sociedade Incorporante”**; e
2. **MÃE, S.A.**, com sede na Rua [●], concelho de [●], distrito de [●], com o capital social de € [●], matriculada na Conservatória do Registo Comercial de [●] sob o número único de matrícula e de pessoa colectiva [●], doravante designada por **“MÃE, S.A.”** ou **“Sociedade a Incorporar”**;

Em conjunto, doravante designadas por Sociedades Participantes

pretendem, nos termos do artigo 97º e seguintes do Código das Sociedades Comerciais (“CSC”) proceder à sua fusão, mediante a transferência global do património da Mãe, S.A. (“Sociedade a Incorporar”) para a Filha, S.A. (“Sociedade Incorporante”).

Para este efeito, a administração das Sociedades Participantes acima indicadas prepararam em conjunto, nos termos dos artigos 98º do Código das Sociedade Comerciais (doravante designado por “CSC”), e vão assinar, o presente projecto de fusão.

[data]

Pela Filha, S.A.,

Pela Mãe, S.A.,





Projecto de Fusão

organizado nos termos do disposto no artigo 98º do CSC

Índice

- A. Modalidade, motivos, condições e objectivos da fusão;
- B. Identificação das Sociedades Participantes;
- C. Participações detidas por alguma das Sociedades Participantes no capital social da outra;
- D. Balanços das Sociedades Participantes;
- E. Acções a atribuir aos sócios da Sociedade a Incorporar, nos termos da alínea a) do n.º 4 do artigo 97º do CSC, bem como as relações de troca das participações sociais;
- F. Projecto de alteração a introduzir nos estatutos da Sociedade Incorporante;
- G. Medidas de protecção dos direitos de terceiros não sócios a participar nos lucros da sociedade;

- H. Modalidades de protecção dos direitos dos credores;

- I. Data a partir da qual as operações da Sociedade a Incorporar passam a ser consideradas, do ponto de vista contabilístico, como efectuadas por conta da Sociedade Incorporante;

- J. Direitos a assegurar pela Sociedade Incorporante a sócios da Sociedade a Incorporar que possuam direitos especiais;

- L. Vantagens especiais atribuídas aos peritos que intervenham na fusão e aos membros dos órgãos de administração ou de fiscalização das Sociedades Participantes;

- M. Modalidades de entrega das acções da Sociedade Incorporante e data a partir da qual estas acções dão direito a lucros, bem como as modalidades desse direito;

- N. Critérios de avaliação adoptados;

- O. Consulta de documentos;

- P. Dispensa de exame do projecto de fusão por parte de revisor oficial de contas ou sociedade de revisores independente.

A. Modalidade, motivos, condições e objectivos da fusão

(Artigo 98º, nº 1, alínea a) do CSC)

1. Modalidade

A operação de fusão das sociedades Filha, S.A. e Mãe, S.A., será realizada por incorporação, mediante transferência global do património da **Mãe, S.A.** para a **Filha, S.A.**, nos termos dos artigos 97º, nº 4, alínea a) do CSC.

Assim, com o registo definitivo da fusão na Conservatória do Registo Comercial, será extinta a Sociedade a Incorporar, transmitindo-se a universalidade dos respectivos direitos e obrigações para a Sociedade Incorporante.

A Sociedade a Incorporar, cujo património é transferido, não é titular de qualquer imóvel.

2. Motivos

2.1. A Filha, S.A. e a Mãe, S.A. são duas sociedades de direito português sendo a totalidade do capital social da primeira detido pela segunda pertencendo, desta forma, ao mesmo grupo económico, doravante designado, para efeitos de clareza de exposição, por Grupo Invertido.

2.2. O enquadramento económico do sector em que se movem as Sociedades Participantes (sector da construção civil e imobiliário em geral) tem vindo a sofrer significativas alterações nos últimos anos, as quais tornam imperativa a

reestruturação do Grupo Invertido mediante a criação de uma estrutura jurídica, fiscal e económica, naquele sector, que lhe confira condições de estabilidade e segurança em termos económico-financeiros, reforçando simultaneamente a sua auto-suficiência e competitividade, com vista à consolidação da respectiva quota de mercado.

- 2.3. Com a integração da Mãe, S.A. na Filha, S.A., numa estratégia delineada pelo Grupo Invertido para assegurar a sua auto-suficiência e o crescimento da sua quota de mercado nos sectores da construção civil e imobiliário em geral, o Grupo Invertido encara com optimismo a sua expansão naquele mercado, acreditando que a operação potenciará significativamente os seus negócios.
- 2.4. Necessitando de conferir uma nova dinâmica às operações do Grupo Invertido nos referidos sectores, optou-se por proceder à fusão por incorporação da Mãe, S.A. na Filha, S.A., dada a similitude e/ou complementaridade das respectivas actividades e serviços, facto que visa otimizar o aproveitamento de sinergias e que terá repercussões positivas na consolidação da posição do Grupo Invertido no mercado português, num contexto caracterizado por um acréscimo de concorrência resultante de uma maior competitividade sentida naquele sector de actividade.
- 2.5. Uma vez implementada a operação de reestruturação nos moldes acima delineados, existe a profunda convicção este novo passo potenciará o crescimento e a consolidação da quota de mercado entretanto conquistada pelas Sociedades Participantes mediante a diminuição, e eventual eliminação, das ineficiências económicas e logísticas que se sentiriam a vários níveis, pela redundância de parte das actividades desenvolvidas, as quais, uma vez sanadas, permitirão minorar a importância dos actuais custos operacionais e melhorar os resultados do Grupo Invertido.

Efectivamente, é entendimento do Grupo Invertido que a actual situação de existência de duas entidades para o exercício de actividades complementares, e em muitos casos similares, dentro de um mesmo grupo económico se afigura demasiado onerosa e penalizadora, não só

pelos custos acrescidos e dificuldades de coordenação, como também pelo facto de não ser possível tirar partido do efeito multiplicador que resultará da combinação das actuais estruturas que se encontram actualmente dispersas.

Em face do exposto, é convicção do Grupo Invertido que, atenta a sobreposição da actividade das Sociedades Participantes, somente através da realização de uma operação de fusão por incorporação da Mãe, S.A. na Filha, S.A., será possível racionalizar a gestão e utilização dos canais existentes em cada uma das referidas sociedades e canalizar os recursos entretanto libertados para o desenvolvimento da sua actividade.

Relativamente à similitude existente entre a actividade desenvolvida pelas Sociedades Participantes, é entendimento do Grupo Invertido que, operando ambas as requerentes nos mesmos sectores de actividade, não só será possível efectuar as operações desejadas em continuidade, como também garantir que a unidade resultante do processo de reestruturação venha a beneficiar da agregação das actividades actualmente dispersas pelas duas sociedades objecto desta reestruturação.

Em rigor, estando as sociedades a fundir integradas no mesmo ramo de actividade, reúnem condições únicas de estabilidade e de perfeita harmonização quando se processar a integração das respectivas estruturas.

Por outro lado, se a referida semelhança na actividade permitirá efectivar a reestruturação desejada com um nível mínimo de ineficiências, a mesma contribuirá ainda para maximizar a utilização racional dos factores de comercialização existentes, facto que permitirá à unidade que vier a resultar do processo de reestruturação a possibilidade de beneficiar da utilização conjunta, não só do *know-how* e dos recursos,

como também de tirar partido, em resultado de uma acrescida capacidade de se auto-financiar, de um fortalecimento da sua posição financeira e do aumento, caso necessário, da respectiva capacidade de endividamento.

Assim, em concreto, a fusão projectada permitirá concretizar os seguintes objectivos:

- Simplificação da actual estrutura societária, com a conseqüente eliminação de tarefas de natureza administrativa, contabilística e legal, que permitirá uma evidente poupança de importantes custos operacionais;
- Criação de mecanismos de controlo e concentração racional de esforços com vista à consolidação e desenvolvimento das actividades existentes e ao reforço da competitividade concorrencial;
- Redução dos custos operacionais e de funcionamento, através da utilização conjunta dos meios técnicos e humanos, favorecendo a evolução positiva dos resultados;
- Obtenção de sinergias significativas mediante a simplificação e redução das estruturas existentes e a melhor estruturação e organização que a perspectivada fusão proporcionará;
- Criação de mecanismos estandardizados de controlo interno.

3. Condições

Pelos motivos acima indicados, a fusão será realizada por incorporação da sociedade Mãe, S.A. na Filha, S.A., a primeira como incorporada e a segunda como incorporante, com a decorrente transferência global do património daquela, tal como existia à data de 31 de Julho de 2008, no respectivo balanço, para a Sociedade Incorporante, a qual manterá contudo o seu capital social inalterado.

4. Objectivos

- 4.1. Ambas as sociedades participantes desenvolvem a sua actividade económica no âmbito dos sectores da construção civil e obras públicas, imobiliário em geral e actividades relacionadas.
- 4.2. Considerando que as Sociedades Participantes fazem parte do mesmo grupo económico (Grupo Invertido), é entendimento da Administração das Sociedades Participantes no presente processo de fusão que a integração do património da Mãe, S.A. na Filha, S.A., irá permitir, desde logo, a criação de uma estrutura única, capaz de proporcionar uma maximização e optimização dos recursos das sociedades, contribuindo igualmente para uma adequada racionalização da actividade que cada uma das sociedades vem exercendo.
- 4.3. A estrutura adoptada para a presente operação, ou seja a incorporação pela Filha, S.A. da Mãe, S.A., teve em atenção o facto de a Filha, S.A. ser, das Sociedades Participantes, a sociedade que tem presentemente uma actividade com maior dimensão, tornando natural a sua incorporação.

Acresce que, presentemente, se encontra em curso um outro processo de fusão, através do qual a Filha, S.A. irá incorporar uma outra sociedade do Grupo Invertido, a Outros, S.A.

- 4.4. Cumpre ainda salientar que, como já referido, a presente fusão permitirá a eliminação de uma estrutura societária no âmbito do Grupo Invertido, permitindo consequentemente, um aumento da eficácia no desenvolvimento da

actividade, já que a manutenção da actual estrutura implicaria uma desnecessária duplicação de custos.

- 4.5. A presente operação permitirá ainda uma simplificação administrativa considerável, a eliminação de um conjunto de obrigações formais e, bem assim, a racionalização de custos administrativos, contabilísticos e de gestão.
- 4.6. Esta reestruturação permitirá, ainda, melhorar significativamente os respectivos resultados, mediante não só a já referida diminuição de custos associados à manutenção de cada sociedade, mas também pelo aproveitamento e obtenção de relevantes sinergias de natureza financeira e de gestão.
- 4.7. No tocante às sinergias de natureza financeira, é pretendido que o acto de concentração em apreço possibilite ao Grupo Invertido vir a beneficiar de uma maior solidez financeira.
- 4.8. Como consequência da racionalização dos meios actualmente dispersos pelas duas empresas, a absorção pela Filha, S.A. da Mãe, S.A. permitirá, certamente, criar uma empresa mais sólida e coesa, adequadamente dimensionada para o desenvolvimento de novos investimentos.
- 4.9. Com efeito, entendem as empresas intervenientes que, como resultado da fusão projectada, se irá verificar o desaparecimento da sobreposição de tarefas existentes nas sociedades envolvidas no processo, eliminando-se, nessa medida, as eventuais ineficiências decorrentes do funcionamento em separado dessas sociedades.

B. Identificação das Sociedades Participantes

(Artigo 98º, nº 1, alínea b) do CSC)

1. Sociedade Incorporante

Filha, S.A., com sede na [●], freguesia de [●], concelho de [●], distrito de [●], com o capital social de € [●], matriculada na Conservatória do Registo Comercial de [●] sob o número único de matrícula e de pessoa colectiva [●].

2. Sociedade a Incorporar

Mãe, S.A., com sede na [●], concelho de [●], distrito de [●], com o capital social de € [●], matriculada na Conservatória do Registo Comercial de [●] sob o número único de matrícula e de pessoa colectiva [●].

C. Participações detidas por alguma das Sociedades Participantes no capital social da outra

(Artigo 98º, nº 1, alínea c) do CSC)

Tal como anteriormente referido, a Mãe, S.A. é titular da totalidade do capital social da Filha, S.A., isto é de [●] acções com o valor nominal de € [0,01 (um cêntimo)] cada.

D. Balanços das Sociedades Participantes

(Artigo 98º, nº 1, alínea d) do CSC)

- 1.1. Os balanços das Sociedades Participantes encontram-se em anexo ao presente projecto (Anexo I).

 - 1.2. Os referidos balanços são reportados a 31 de Julho de 2008, constando do balanço da Sociedade a Incorporar todos os elementos patrimoniais, designadamente o valor dos elementos do activo e do passivo, a transferir para a Sociedade Incorporante.

 - 1.3. A transferência global dos activos e passivos da Sociedade a Incorporar para a Sociedade Incorporante será efectuada pelos respectivos valores de mercado.
- E. Acções a atribuir aos sócios da Sociedade a Incorporar, nos termos da alínea a) do nº 4 do artigo 97º do CSC, bem como as relações de troca das participações sociais**
- (Artigo 98º, nº 1, alínea e) do CSC).
- 1.1. Tendo em conta que a Sociedade a Incorporar é a titular da totalidade do capital social da Filha, S.A. (Sociedade Incorporante), a totalidade das acções representativas do capital social desta serão entregues aos accionistas da Sociedade a Incorporar, na proporção directa das acções que cada um possui no respectivo capital social, não havendo assim que estabelecer quaisquer relações de troca, conforme o disposto no artigo 104º, nº 3 do CSC.

1.2. Não haverá qualquer aumento do capital social na Sociedade Incorporante. Assim, o montante do capital social da Sociedade Incorporante não sofrerá quaisquer alterações, mantendo-se em € [●], representado por [●] acções com o valor nominal de [0,01 (um cêntimo)] cada.

F. Projecto de alteração a introduzir nos estatutos da Sociedade Incorporante

(Artigo 98º, nº 1, alínea f) do CSC)

A fim de tornar mais operacionais e funcionais os estatutos da sociedade serão alterados o número Um do Artigo Oitavo e o número Dois do Artigo Décimo Sexto, que passarão a ter as seguintes redacções:

«Artigo Oitavo

Um. A administração da sociedade é exercida por um conselho de administração composto por três membros eleitos em Assembleia Geral.»

«Artigo Décimo Sexto

Dois. As deliberações referentes à conversão de acções, eleição dos administradores, alteração do contrato de sociedade, a aumentos de capital, redução de capital, fusão, cisão, transformação, dissolução, amortização de acções e compra, venda ou oneração de bens imóveis, só poderão ser tomadas se estiverem presentes ou representados accionistas que detenham, acções correspondentes a mais de setenta e cinco por cento do capital social.»

Assim, após a fusão, os estatutos da Sociedade Incorporante passarão a assumir a redacção constante do Anexo II.

G. Medidas de protecção dos direitos de terceiros não sócios a participar nos lucros da sociedade

(Artigo 98º, nº 1, alínea g) do CSC)

Nas sociedades que participam na fusão não existem terceiros não sócios com direito a participar nos lucros das sociedades, pelo que se tornam desnecessárias quaisquer medidas de protecção de tais direitos.

H. Modalidades de protecção dos direitos dos credores

(Artigo 98º, nº 1, alínea h) do CSC)

As sociedades consideram não ser necessário estabelecer modalidades especiais de protecção dos credores, para além das que são imperativas e decorrem da lei, designadamente o direito de oposição consagrado no artigo 101º-A do CSC.

I. Data a partir da qual as operações da Sociedade a Incorporar passam a ser consideradas, do ponto de vista contabilístico, como efectuadas por conta da Sociedade Incorporante

(Artigo 98º, nº 1, alínea i) do CSC)

Do ponto de vista contabilístico, as operações da Sociedade a Incorporar serão consideradas como efectuadas por conta da Filha, S.A., como Sociedade Incorporante, a partir da data do registo definitivo da fusão.

J. Direitos a assegurar pela Sociedade Incorporante a sócios da Sociedade a Incorporar que possuam direitos especiais

(Artigo 98º, nº 1, alínea j) do CSC)

Não existem quaisquer direitos especiais dos accionistas da Sociedade a Incorporar que tenham de ser assegurados pela fusão.

L. Vantagens especiais atribuídas aos peritos que intervenham na fusão e aos membros dos órgãos de administração ou de fiscalização das Sociedades Participantes

(Artigo 98º, nº 1, alínea l) do CSC)

Não existem quaisquer vantagens a atribuir aos peritos que intervenham na fusão, nem aos membros dos órgãos sociais das Sociedades Participantes.

M. Modalidades de entrega das acções da Sociedade Incorporante e data a partir da qual estas quotas dão direito a lucros, bem como as modalidades desse direito

(Artigo 98º, nº 1, alínea m) do CSC)

Considerando que a Sociedade a Incorporar é titular da totalidade do capital social da Sociedade Incorporante e que não se encontra prevista a realização de qualquer aumento de capital, a totalidade das acções da Sociedade Incorporante serão entregues aos accionistas da Sociedade a Incorporar na proporção directa das acções que cada um possui no respectivo capital social, ou seja: ao accionista A serão atribuídas [●] acções, ao accionista B serão atribuídas [●] acções e a cada um dos accionistas C, D e E, serão atribuídas [●] acções.

N. Critérios de avaliação adoptados

(Artigo 98º, nº 3 do CSC)

Atendendo a que a Sociedade a Incorporar detém a totalidade das participações representativas do capital social da Sociedade Incorporante, serão atribuídas, aos accionistas da Sociedade a Incorporar, a totalidade das acções representativas do capital social da Sociedade Incorporante, isto é [●] acções, na proporção directa das acções que cada um possui no respectivo capital social, tal como indicado *supra*.

O. Consulta de documentos

(Artigo 101º do CSC)

A partir da publicação do aviso relativo ao registo do projecto de fusão nas conservatórias competentes, poderão ser consultados, nas respectivas sedes sociais, os seguintes documentos de ambas as Sociedades Participantes na fusão:

- (a) Projecto de fusão;

- (b) Relatórios e pareceres elaborados por órgãos das Sociedades Participantes e, se aplicável, por peritos;

- (c) Contas, relatórios de gestão e deliberações das assembleias gerais das Sociedades Participantes na fusão, sobre as contas, relativamente aos três últimos exercícios.

P. Dispensa de exame do projecto de fusão por parte de revisor oficial de contas ou sociedade de revisores independente

(Artigo 99^o, n^o 6 do CSC)

A presente fusão será efectuada com dispensa de exame do projecto de fusão por parte de revisor oficial de contas ou sociedade de revisores independente por acordo dos accionistas de ambas as Sociedades Participantes, nos termos do artigo 99,^o n^o 6 do CSC.

Com efeito, quer a Mãe (que subscreve o presente projecto), quer todos os seus accionistas, A, B, C, D e E (conforme documento junto como Anexo III ao presente projecto), acordam na dispensa do exame do projecto de fusão por parte de revisor oficial de contas ou sociedade de revisores independente.

Anexo I

**Balanços das Sociedades Participantes nos termos do disposto no artigo 98º, nº 1,
alínea d) e nº 2 do CSC.**

Anexo II

Estatutos da Sociedade Incorporante

Anexo III

Declaração Mãe

A, [casado], residente na [●], portador do bilhete de identidade nº [●], NIF [●], B, [divorciado], residente na [●], portador do bilhete de identidade nº [●], NIF [●], C, [solteiro], residente na [●], portador do bilhete de identidade nº [●], NIF [●], D, [solteiro], residente na [●], portador do bilhete de identidade nº [●], NIF [●] e E, [casado], residente na [●], portador do bilhete de identidade nº [●], NIF [●], tendo tido conhecimento da operação de fusão da sociedade Filha, S.A. com a sua participada Mãe, S.A., através da incorporação desta última na primeira, mediante transferência global do respectivo património, vêm, pela presente, declarar, para todos os efeitos legais, o seu acordo a que tal operação seja efectuada com dispensa de exame do projecto de fusão por parte de revisor oficial de contas ou sociedade de revisores independente, nos termos do artigo 99.º, nº 6 do CSC.

A

B



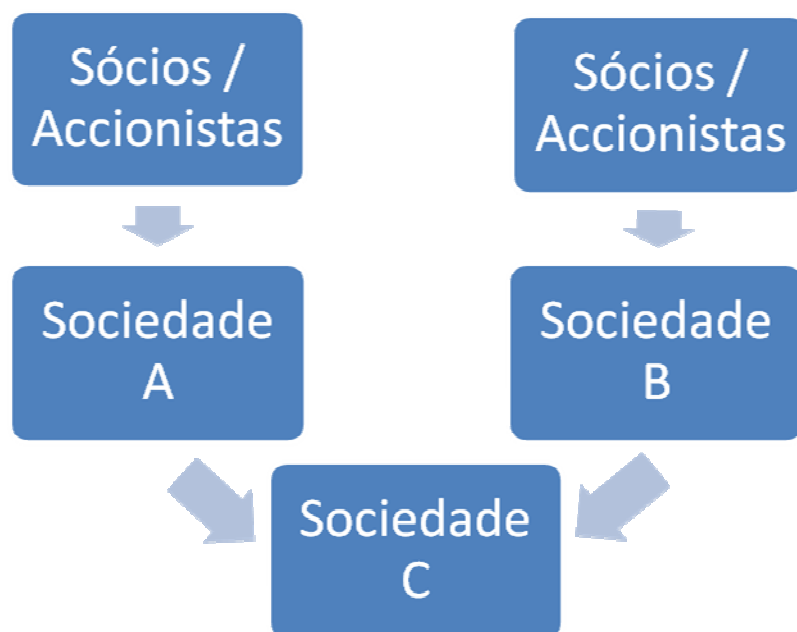
C

D

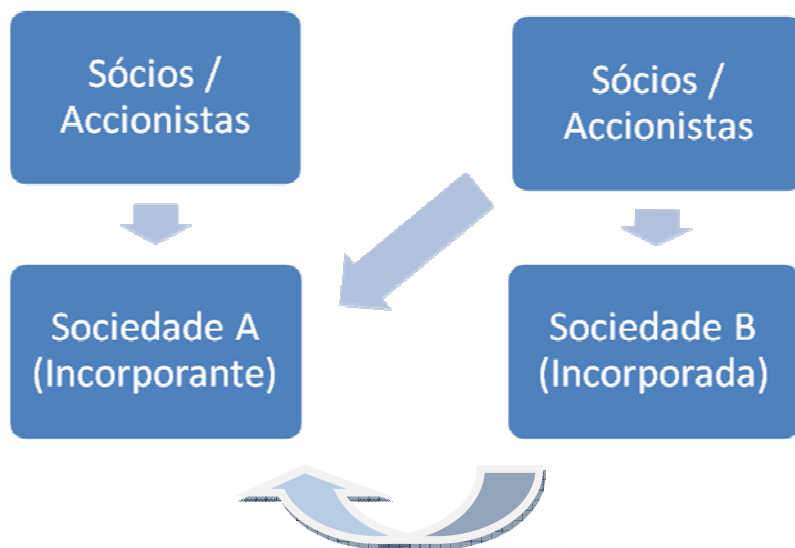
E

ANEXO II – *SEC FINAL RULE 33-8587*

QUADRO I – FUSÃO SIMPLES



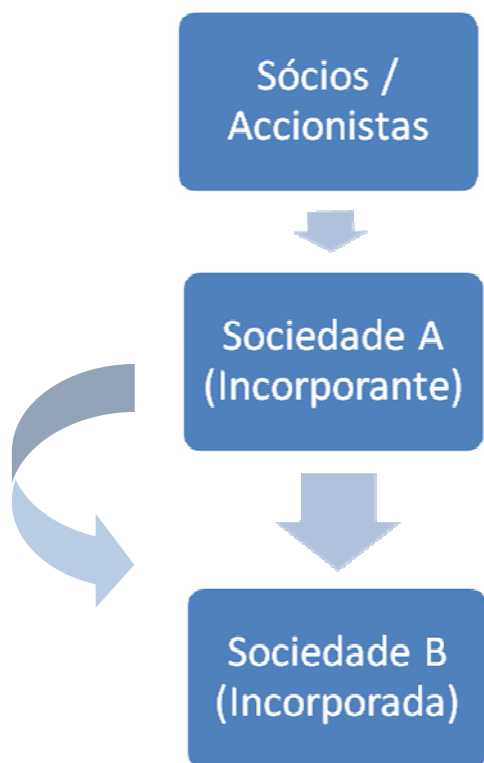
QUADRO II – FUSÃO INCORPORAÇÃO



QUADRO III – FUSÃO SIMPLIFICADA



QUADRO IV – *REVERSE MERGER*



SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

17 CFR Parts 230, 239, 240 and 249

**[Release Nos. 33-8587; 34-52038; International Series Release No. 1293;
File No. S7-19-04]**

RIN 3235-AH88

USE OF FORM S-8, FORM 8-K, AND FORM 20-F BY SHELL COMPANIES

AGENCY: Securities and Exchange Commission.

ACTION: Final rule.

SUMMARY: The Securities and Exchange Commission is adopting rules and rule amendments relating to filings by reporting shell companies. We are defining a “shell company” as a registrant with no or nominal operations and either no or nominal assets, assets consisting solely of cash and cash equivalents, or assets consisting of any amount of cash and cash equivalents and nominal other assets. The rules and rule amendments prohibit the use of Form S-8 under the Securities Act of 1933 by shell companies. In addition, they require a shell company that is reporting an event that causes it to cease being a shell company to disclose the same type of information that it would be required to provide in registering a class of securities under the Securities Exchange Act of 1934. These provisions are intended to protect investors by deterring fraud and abuse in our securities markets through the use of reporting shell companies.

EFFECTIVE DATE: August 22, 2005, except Item 5.06 of Exchange Act Form 8-K (referenced in § 249.308) will take effect on November 7, 2005.

FOR FURTHER INFORMATION CONTACT: Kevin M. O’Neill, Special Counsel, Office of Small Business Policy, Division of Corporation Finance, Securities and Exchange Commission, 100 F Street, NE, Washington, DC 20549, at (202) 551-3260.

SUPPLEMENTARY INFORMATION: We are adopting rules and rule amendments designed to protect investors by deterring fraud and abuse in our securities markets through the use of reporting shell companies.¹ We are amending Form S-8² under the Securities Act of 1933³ to prohibit use of the form by shell companies. We also are amending the requirements of Form 8-K⁴ under the Securities Exchange Act of 1934 as they apply to shell companies. In addition, we are amending Rule 405⁵ under the Securities Act and Rule 12b-2⁶ under the Exchange Act to define the terms “business combination related shell company” and “shell company,” and amending Rule 12b-2 under the Exchange Act to revise the definition of the term “succession.” Further, we are amending Rule 13a-14⁷ and Rule 15d-14⁸ under the Exchange Act, adding new Rule 13a-19⁹ and new Rule 15d-19¹⁰ under the Exchange Act, and amending Form 20-F¹¹ under the Exchange Act to address the reporting obligations of foreign private

¹ In this release, we use the term “reporting shell companies” to refer to shell companies that have an obligation to file reports under Section 13 (15 U.S.C. 78m) or Section 15(d) (15 U.S.C. 78o(d)) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a et seq.).

² 17 CFR 239.16b.

³ 15 U.S.C. 77a et seq.

⁴ 17 CFR 249.308.

⁵ 17 CFR 230.405.

⁶ 17 CFR 240.12b-2.

⁷ 17 CFR 240.13a-14.

⁸ 17 CFR 240.15d-14.

⁹ 17 CFR 240.13a-19.

¹⁰ 17 CR 240.15d-19.

¹¹ 17 CFR 249.220f.

issuers that are shell companies. Finally, we are amending Form 10-Q,¹² Form 10-QSB,¹³ Form 10-K,¹⁴ Form 10-KSB,¹⁵ and Form 20-F under the Exchange Act to require companies to indicate on the cover page of those forms whether they fall within the definition of “shell company.”

The rules and rule amendments we are adopting today do not address the relative merits of shell companies. We recognize that companies and their professional advisors often use shell companies for many legitimate corporate structuring purposes. Similarly, our definition and use of the term “shell company” is not intended to imply that shell companies are inherently fraudulent. Rather, these rules target regulatory problems that we have identified where shell companies have been used as vehicles to commit fraud and abuse our regulatory processes.

I. INTRODUCTION

On April 15, 2004, we proposed rules and rule amendments related to filings by reporting shell companies.¹⁶ We proposed to define the term “shell company.” We also proposed to prohibit the use of Form S-8 under the Securities Act by shell companies. Additionally, we proposed to amend Form 8-K under the Exchange Act to require a shell company, when reporting an event that causes it to cease being a shell company, to file with the Commission the same type of information that it would be required to file in registering a class of securities under the Exchange Act.

In response to these proposals, we received approximately 30 comment letters from

¹² 17 CFR 249.308a.

¹³ 17 CFR 249.308b.

¹⁴ 17 CFR 249.310.

¹⁵ 17 CFR 249.310b.

¹⁶ Release No. 33-8407, Use of Form S-8 and Form 8-K by Shell Companies (Apr. 15, 2004) [69 FR 21650].

various interested parties, including investors, issuers, accountants, lawyers, and organizations. We have considered all of the comment letters and have incorporated certain of the suggestions in those letters in the final rules.

The provisions we adopt today address the inappropriate use of Form S-8 registration statements by reporting shell companies to circumvent the registration and prospectus delivery requirements of the Securities Act. Because shell companies do not operate businesses and, hence, rarely have employees, we see little legitimate basis for shell companies to use Form S-8. For this reason, and because of the history of abuse of Form S-8 by reporting shell companies, we are prohibiting shell companies from using Form S-8 until 60 days after they cease being shell companies and file required information. We have, however, included limited exceptions to this prohibition for shell companies that are used in certain change of domicile or business combination transactions.

The provisions we adopt today also address the use of Form 8-K to report “reverse merger” and other transactions in which a reporting shell company ceases being a shell company, generally by combining with a formerly private operating business. Through such a transaction, the private operating business, in effect, becomes a reporting company. These transactions generally take one of two forms:

- In the most common type of transaction, a “reverse merger,” the private business merges into the shell company, with the shell company surviving and the former shareholders of the private business controlling the surviving entity.
- In another common type of transaction, a “back door registration,” the shell company merges into the formerly private company, with the formerly private company surviving and the shareholders of the shell company becoming shareholders of the

surviving entity.¹⁷

In these transactions, the reporting company has an obligation to file current reports on Form 8-K to report both the entry into a material non-ordinary course agreement providing for the transaction and the completion of the transaction. Specifically, in both types of transactions, the entry into the agreement would require a report under Item 1.01 of Form 8-K (Entry Into a Material Definitive Agreement) by the shell company. The completion of the transaction would be reportable under either or both of Item 2.01 of Form 8-K (Completion of Acquisition or Disposition of Assets) and Item 5.01 of Form 8-K (Changes in Control of Registrant) by the surviving entity.¹⁸ Audited financial statements and pro forma financial information would be required to be filed under Item 9.01 of Form 8-K (Financial Statements and Exhibits) for transactions reportable under Item 2.01.¹⁹

II. ADOPTED RULES AND RULE AMENDMENTS

We are adopting the rules and rule amendments substantially as proposed. The substantive changes to the proposals, as discussed below, are:

- we have revised the definition of “shell company” to specify the manner in which

¹⁷ This was the type of transaction involved in the Lisa Roberts, Director of NASDAQ Listing Qualifications interpretive letter, which is discussed in footnote 36, below.

¹⁸ In a back door registration transaction where time elapses between the entry into the agreement and the completion of the transaction, the shell company would incur the obligation to file the Item 1.01 Form 8-K at the time of entry into the agreement and either the shell company or the issuer that succeeds to the reporting obligation of the shell company by operation of either Rule 12g-3 (17 CFR 240.12g-3) or Rule 15d-5 (17 CFR 240.15d-5) under the Exchange Act would be obligated to file the Item 2.01 or Item 5.01 (or both) Form 8-K at the time of completion of the transaction. In a back door registration transaction that is simultaneously entered into and completed, or where the shell company has not yet satisfied its Item 1.01 obligation at the time of completion of the transaction, either the shell company or the issuer that succeeds to the reporting obligation of the shell company by operation of either Rule 12g-3 or Rule 15d-5 under the Exchange Act would be required to satisfy the shell company’s obligation to file a Form 8-K under Item 1.01, as well as any other reporting obligations of the shell company (including obligations to file reports on Form 8-K pursuant to other Items of that Form).

¹⁹ Other than new Item 5.06 of Form 8-K, the rule and form amendments adopted today are not intended to impose any new event filing requirements under Form 8-K.

assets are to be determined and to exclude asset-backed issuers,²⁰

- we have added a definition of the term “business combination related shell company” to specify those shell companies that are used to effect certain change in domicile and business combination transactions;
- we have provided limited exceptions to the amendments to Form S-8, Form 8-K, and Form 20-F for business combination related shell companies;
- we have added new Item 5.06 to Form 8-K to require shell companies (other than business combination related shell companies) to report transactions that cause them to cease being shell companies;
- we have added a check box to Form 10-Q, Form 10-QSB, Form 10-K, Form 10-KSB, and Form 20-F to identify shell companies filing those forms; and
- we have adopted rules and rule amendments requiring a foreign private issuer shell company to file a “shell company report” on Form 20-F to report a transaction that causes it to cease being a shell company.²¹

We are adopting the definition of the term “shell company” substantially as proposed.

The adopted definition includes minor modifications, including:

- an exclusion for asset-backed issuers that might inadvertently fall within the definition;
- a clarification that a company would still be a shell company if its assets consist of any amount of cash and cash equivalents, as well as nominal other assets; and

²⁰ “Asset-backed issuer” is defined in Item 1101(b) of Regulation AB [17 CFR 229.1101(b)].

²¹ The term “foreign private issuer” is defined in Exchange Act Rule 3b-4(c) [17 CFR 240.3b-4(c)]. A foreign private issuer is a non-government foreign issuer, except for a company that (1) has more than 50% of its outstanding voting securities directly or indirectly held of record by U.S. residents and (2) has either a majority of its executive officers or directors residing in or being citizens of the United States, more than 50% of its assets located in the United States, or its business principally administered in the United States.

- a clarification that the determination of the company’s assets (including cash and cash equivalents) for purposes of the definition must be limited to the amount of assets that would be reflected on the company’s balance sheet prepared in accordance with U.S. generally accepted accounting principles on the date of that determination.

We have defined the term “business combination related shell company.” We have adopted this definition to identify the subset of shell companies for which certain of the amendments to Form S-8, Form 8-K, and Form 20-F will not apply. We also have revised the definition of “succession” under the Exchange Act, as proposed, to capture certain transactions involving shell companies.

We are adopting amendments to Form S-8 that prohibit shell companies from using that form to register offerings of securities. A former shell company will become eligible to use Form S-8 to register offerings of securities 60 calendar days after it ceases being a shell company and files information equivalent to what it would be required to file if it were registering a class of securities on Form 10,²² Form 10-SB,²³ or Form 20-F under the Exchange Act. We are adopting a limited exception to the Form S-8 prohibition that permits a former business combination related shell company to use Form S-8 immediately after it ceases being a shell company and files the required information.

The amendments to Form 8-K that we are adopting today apply to reporting shell companies, other than those that are foreign private issuers. The amendments require such a company, when reporting on Form 8-K an event that causes it to cease being a shell company, to include in that report the information that it would be required to file to register a class of

²² 17 CFR 249.210.

²³ 17 CFR 249.210b.

securities under Section 12 of the Exchange Act²⁴ using Form 10 or Form 10-SB. The report is required to be filed within the same filing period as generally is required for other Form 8-K reports, which is within four business days after completion of the transaction. Further, the extension of time that otherwise may be permitted to file financial statements and pro forma financial information reflecting the new financial profile of the company following completion of a significant acquisition would be eliminated for shell companies. We are adopting similar reporting requirements for foreign private issuers on Form 20-F.

Finally, we are adding a check box to Form 10-Q, Form 10-QSB, Form 10-K, Form 10-KSB, and Form 20-F to allow market participants and regulators to identify shell companies more easily.

A. Definition of “Shell Company”

1. Discussion of the Proposal

We proposed to define the term “shell company” as a company with no or nominal operations, and with no or nominal assets or assets consisting solely of cash and cash equivalents.²⁵ We proposed that this definition be added to Rule 405 under the Securities Act and Rule 12b-2 under the Exchange Act. We indicated in the proposing release that we intentionally were not proposing to use the term “blank check company” used in Rule 419²⁶ under the Securities Act because we believe the term “shell company” and our proposed definition of the term better describe the type of company involved in the schemes that we are attempting to address, use criteria that are more specific, and would be easier to apply.

²⁴ 15 U.S.C. 78l.

²⁵ As discussed in the proposing release, we intended that a shell company formed solely for the purpose of changing a company’s domicile or completing a business combination transaction with another company would fall within the definition of shell company.

²⁶ 17 CFR 230.419.

2. Comments on the Proposal

Approximately ten commenters expressed their views regarding the proposed definition of “shell company.” Three commenters asked that the terms “nominal operations” and “nominal assets” be defined.²⁷ These commenters sought more guidance as to the meaning of these terms and quantitative thresholds for the term “nominal.” One of these commenters requested an objective test, such as specific quantitative thresholds tied to specific dollar amounts.²⁸

Another commenter suggested that the proposed definition be modified to clarify that nominal assets appearing on a balance sheet prepared other than in accordance with generally accepted accounting principles do not qualify as assets for purposes of avoiding classification as a shell company.²⁹ Two commenters expressed support for a definition based on the term “blank check company” in Securities Act Rule 419 to describe the types of entities that should be subject to the Form S-8 and Form 8-K proposals.³⁰

3. Final Rules

As adopted, Securities Act Rule 405 and Exchange Act Rule 12b-2 define a “shell company” as a company, other than an asset-backed issuer, with:

- no or nominal operations; and
- either:
 - no or nominal assets;
 - assets consisting solely of cash and cash equivalents; or

²⁷ See letters from L. Stephen Albright, North American Securities Administrators Association, Inc., and Stoecklein Law Group.

²⁸ See letter from North American Securities Administrators Association, Inc.

²⁹ See letter from Simon M. Lorne.

³⁰ See letters from David N. Feldman and Conrad C. Lysiak.

- assets consisting of any amount of cash and cash equivalents and nominal other assets.

For purposes of this definition, the determination of a company's assets (including cash and cash equivalents) must be based on the amounts that would be reflected on the company's balance sheet prepared in accordance with U.S. generally accepted accounting principles on the date of that determination. We have added the language "or assets consisting of any amount of cash and cash equivalents and nominal other assets" to further clarify the definition. This clarification is consistent with the intended meaning of the proposed definition.

After considering the comments on our proposed definition of shell company, we continue to believe that the proposed definition best describes the types of companies involved in the schemes we are attempting to address and can be applied with certainty.³¹ We do not believe that the suggestions in the comment letters would result in a significantly improved definition of shell company. Further, we believe that the definition reflects the traditional understanding of the term "shell company" in the area of corporate finance.

We are not defining the term "nominal," as we believe that this term embodies the principle that we seek to apply and is not inappropriately vague or ambiguous.³² We have

³¹ One commenter discussed the application of the proposals to "living dead" companies. See letter from Mike Liles, Jr. As described in this comment letter, a "living dead" company is a former operating company with minimal or limited operations. We believe that a former operating company that meets the assets and operations standards in the definition of shell company would be subject to the rules and rule amendments that we are adopting today.

³² We have become aware of a practice in which a promoter of a company and/or affiliates of the promoter appear to place assets or operations within an entity with the intent of causing that entity to fall outside of the definition of "blank check company" in Securities Act Rule 419. The promoter will then seek a business combination transaction for the company, with the assets or operations being returned to the promoter or affiliate upon the completion of that business combination transaction. It is likely that similar schemes will be undertaken with the intention of evading the definition of shell company that we are adopting today. In our view, where promoters (or their affiliates) of a company that would otherwise be a shell company place assets or operations in that company and those assets or operations are returned to the promoter or its affiliates (or an agreement is made to return those assets or operations to the promoter or its

considered the comment that a quantitative threshold would improve the definition of shell company; however, we believe that quantitative thresholds would, in this context, present a serious potential problem, as they would be more easily circumvented. We believe further specification of the meaning of “nominal” in the definition of “shell company” is unnecessary and would make circumventing the intent of our regulations and the fraudulent misuse of shell companies easier.

4. Definition of “Business Combination Related Shell Company”

The definition of “shell company” includes a shell company that is used to change an entity’s domicile and a shell company that is formed to effect a business combination transaction. As proposed, a shell company formed solely for the purpose of changing the domicile of a non-shell entity would have been permitted to use Form S-8 immediately after it ceased being a shell company and filed required information. In this regard, we received comment expressing the view that public companies formed to effect mergers, acquisitions, and public spin-off transactions also should be permitted to use Form S-8 within that timeframe.³³

We believe that there is a subset of shell companies for which the delay in the use of Form S-8, as well as certain of the reporting requirements under Form 8-K and Form 20-F, as discussed below, are not necessary. Accordingly, we have defined the term “business combination related shell company” to identify those entities that we believe fall within this subset of shell companies. As adopted today, a “business combination related shell company” is:

- a shell company formed by an entity that is not a shell company solely for the purpose

affiliates) before, upon completion of, or shortly after a business combination transaction by that company, those assets or operations would be considered “nominal” for purposes of the definition of shell company.

³³ See letter from Association of the Bar of the City of New York.

of changing that entity's domicile solely within the United States;³⁴ or

- a shell company formed by an entity that is not a shell company solely for the purpose of completing a business combination transaction among one or more entities other than the shell company, none of which is a shell company.³⁵

B. Definition of “Succession”

We are adopting as proposed the amendment to the definition of the term “succession” in Exchange Act Rule 12b-2 to include a change in control of a shell company that is required to be reported on Form 8-K pursuant to Item 5.01 of that Form or on Form 20-F pursuant to new Exchange Act Rule 13a-19 or 15d-19. This amendment will, in most cases, require a non-public acquiring company to succeed to the reporting obligations of a shell company and become a reporting company.³⁶ For a shell company with securities registered under Section 12 of the Exchange Act, this will occur because Exchange Act Rule 12g-3 will, with limited exceptions, impose Section 12 registration on the securities of the acquiror without the necessity of filing an Exchange Act registration statement. Similarly, for a shell company with a reporting obligation

³⁴ The language in this definition referring to a shell company formed “solely for the purpose of changing that entity's domicile solely within the United States” is intended to have the same meaning as the language “the sole purpose of the transaction is to change an issuer's domicile solely within the United States” in Securities Act Rule 145(a)(2) [17 CFR 230.145(a)(2)].

³⁵ For purposes of this definition, the term “business combination transaction” will have the same meaning as in Securities Act Rule 165(f)(1) [17 CFR 230.165(f)(1)], which defines a “business combination transaction” as any transaction specified in Securities Act Rule 145(a) [17 CFR 230.145(a)] or exchange offer.

³⁶ This definition, along with today's amendments to Form 8-K, supersedes the Lisa Roberts, Director of NASDAQ Listing Qualifications interpretive letter (Apr. 7, 2000). As explained in this interpretive letter, the procedure sometimes called “back door registration” under the Exchange Act did not, in the Commission staff's view at the time, constitute a “succession” of the surviving entity to the rights and obligations of the reporting shell company because the definition of “succession” in Exchange Act Rule 12b-2 requires that the acquiring company acquire a “going business” and a shell company was not considered a “going business.” Nevertheless, the staff permitted non-reporting acquiring companies to file Form 8-K reports and enter our reporting system, so long as specified information was included, rather than requiring these companies to file registration statements under Section 12 of the Act on Form 10 or Form 10-SB to become reporting companies.

under Section 15(d) of the Exchange Act, the acquiror may be deemed to have assumed the reporting obligation of the shell company by operation of Exchange Act Rule 15d-5. Because of the interaction of the revised definition of “succession” and Exchange Act Rules 12g-3 and 15d-5, a private entity that acquires a reporting shell company generally will report the transaction on Form 8-K, which in this case calls for Exchange Act registration-level disclosure, in accordance with the requirements of Form 8-K rather than filing an Exchange Act registration statement.³⁷ We believe this Form 8-K reporting requirement provides the appropriate timing, method, and level of disclosure to investors.

C. Amendments to Securities Act Form S-8

1. Discussion of the Proposal

We proposed amendments to prohibit the use of Form S-8 by any shell company. As proposed, a company that ceased being a shell company would become eligible to use Form S-8 to register offerings of securities 60 calendar days after it filed information equivalent to what it would be required to file if it were registering a class of securities under Section 12 of the Exchange Act through the use of Form 10, Form 10-SB, or Form 20-F, as applicable to that company.³⁸ On most occasions, this would occur upon the completion of a reverse merger or back door registration transaction, and the information would be filed in a current report on Form 8-K reporting the transaction that causes the company to cease being a shell company. In some circumstances the information could be filed in a Form 10, Form 10-SB, or Form 20-F, or in a

³⁷ Foreign private issuers that do not report on domestic issuer forms, such as Form 10-K and Form 10-Q, are not subject to this requirement to report the transaction on Form 8-K. Rather, foreign private issuers will report the transaction on Form 20-F. See the discussion in Section II.E., below, with regard to the Exchange Act reporting requirements for a foreign private issuer that is a shell company and completes a transaction that causes it to cease being a shell company.

³⁸ The amendments to Form S-8 that we are adopting today will apply to foreign private issuers. For a further discussion of the application of the Form S-8 amendments to foreign private issuers, see the discussion in Section II.E., below.

Securities Act registration statement covering the transaction.

A registration statement on Form 10, Form 10-SB, or Form 20-F provides investors with important information about the company in which they are considering investing. The 60-day delay between the filing of that information and the use of Form S-8 was intended to give employees and the markets sufficient time to absorb the information provided by the company in its Form 8-K or other filing. The 60-day period is consistent with the 60-day period between the filing and effectiveness of a company's registration of a class of securities on Form 10, Form 10-SB, or Form 20-F under Section 12(g) of the Exchange Act.³⁹

2. Comments on the Proposal

Most commenters expressed support for our initiative, through the Form S-8 proposal, to deter fraud and abuse in our securities markets by the use of shell companies. Eight commenters expressed the view that shell companies should, at least under certain circumstances, continue to be eligible to use Form S-8 for offering securities to officers, directors, and employees.⁴⁰ Three commenters proposed permitting a shell company to use Form S-8 to register offerings up to a percentage of its outstanding public float.⁴¹ Three commenters agreed that the proposed 60-day waiting period should not be shortened.⁴² Another commenter expressed the view that we should exclude public companies formed to effect mergers, acquisitions, and public spin-off transactions, as it is critical that such companies be able to use Form S-8 to register offerings of

³⁹ 15 U.S.C. 78l(g).

⁴⁰ See letters from L. Stephen Albright, American Society of Corporate Secretaries, David N. Feldman, Conrad C. Lysiak, James B. Parsons, John L. Petersen, Jay Sanet, and Michael T. Williams.

⁴¹ See letters from James B. Parson, John L. Petersen, and Michael T. Williams.

⁴² See letters from L. Stephen Albright, Jay Sanet, and Stoecklein Law Group.

securities under employee benefit plans immediately after the closing of such transactions.⁴³

This same commenter stated that the 60-day waiting period in the Form S-8 proposal would be an unnecessary restriction on such a successor company's ability to sell shares in registered offerings pursuant to employee benefit plans.⁴⁴ The commenter proposed that shell companies be permitted to use Form S-8 immediately after their conversion to an operating company, particularly where another filing has been made that meets the disclosure requirements.

3. Final Rule

A registration statement on Form S-8 becomes effective upon filing with the Commission and does not require a prospectus to be filed as part of the registration statement.⁴⁵ Some shell companies seeking to distribute their securities and raise capital inappropriately use Form S-8. As we discussed in the proposing release, we continue to see the misuse of Form S-8 to register the sale of shares to purported employees or other nominees, who often are designated as "consultants" but who often do not provide services for which the company may offer securities in a transaction registered on Form S-8.⁴⁶ These schemes lead to unregistered resales of securities into the public market by these purported "employees" or "consultants," denying the protections of the Securities Act to the real public purchasers of the company's securities.⁴⁷

We are adopting the amendments to Form S-8 essentially as proposed, as we continue to believe that prohibiting the use of Form S-8 by shell companies justifies the burdens or costs that

⁴³ See letter from Association of the Bar of the City of New York.

⁴⁴ See *id.*

⁴⁵ See Securities Act Rules 462(a) and 428 [17 CFR 230.462(a) and 230.428].

⁴⁶ General Instruction A.1.(a)(1) to Form S-8 states that the form may be used to register securities to be offered and sold to consultants only if they are natural persons who provide *bona fide* services to the registrant that "are not in connection with the offer or sale of securities in a capital raising transaction, and do not directly or indirectly promote or maintain a market for the registrant's securities."

⁴⁷ See Release No. 33-7646, Registration of Securities on Form S-8 (Feb. 26, 1999) [64 FR 11103].

might be incurred. Accordingly, an entity may use Form S-8 to register offerings of securities pursuant to employee benefit plans only if:

- immediately before the time of filing the registration statement, the entity is subject to the requirement to file reports pursuant to Section 13 or Section 15(d) of the Exchange Act;
- the entity has filed all reports and other materials required to be filed by Section 13 or Section 15(d) of the Exchange Act during the preceding 12 months (or for such shorter period that the registrant was required to file such reports and materials);
- the entity is not a shell company and has not been a shell company for at least 60 days before filing the registration statement; and
- if the entity has been a shell company at any time, it has filed current “Form 10 information” with the Commission at least 60 days previously reflecting its status as an entity that is not a shell company.⁴⁸

We have included exceptions to the Form S-8 prohibition to permit its use by certain shell companies that appear to present less potential for abuse. We proposed to permit certain shell companies that were used to change corporate domicile to use Form S-8 immediately after they cease being shell companies and file “Form 10 information.” We are maintaining this provision. In response to comments, we also are permitting certain shell companies that were formed solely to effect business combination transactions to use Form S-8 immediately after they cease being shell companies and file “Form 10 information.” We have taken two steps to accomplish these exceptions. First, we have defined “business combination related shell company,” as discussed previously, to identify the subset of shell companies that qualify for the

⁴⁸ For purposes of Form S-8, we define the term “Form 10 information” to mean the information that is required by Form 10, Form 10-SB, or Form 20-F, as applicable to the registrant, to register under the Exchange Act each class of securities being registered on the Form S-8.

exception. Second, we are providing in Form S-8 that a business combination related shell company may use Form S-8 immediately upon ceasing to be a shell company and filing “Form 10 information.”⁴⁹

We believe the amendments we are adopting today are appropriate, as we continue to see misuse of Form S-8 by shell companies and believe that prohibiting the use of Form S-8 by shell companies will help to deter fraud and abuse. Further, the commenters that indicated that shell companies should be eligible to use Form S-8 for offering securities to officers, directors, and employees provided only limited explanation as to why this practice should continue for all shell companies.

The prohibitions on the use of Form S-8 that we are adopting today will not prevent a shell company from registering offers and sales of securities pursuant to employee benefit plans under the Securities Act; rather, they will require the shell company to register those transactions on a registration statement form other than Form S-8. In addition, the shell company may be able to offer and sell those securities without registration pursuant to an available exemption under the Securities Act. We are aware that a different registration statement form may not provide the same ease of registration as Form S-8 and that the resale of securities originally sold in a transaction that is exempt from Securities Act registration likely would be treated differently under Securities Act Rule 144⁵⁰ than securities sold to employees in a registered transaction. We believe that the benefits of this amendment in preventing misuse of Form S-8, deterring fraud, and protecting investors substantially justify the potential disadvantages for shell companies.

⁴⁹ See new General Instruction A.1.(a)(7) to Form S-8.

⁵⁰ 17 CFR 230.144.

D. Exchange Act Form 8-K

1. Discussion of the Proposal

We proposed amendments to Form 8-K to require a shell company (other than a foreign private issuer) to make a more prompt and detailed filing upon completion of a transaction otherwise required to be reported on that form that causes it to cease being a shell company. Specifically, the shell company would have been required to file a current report on Form 8-K containing the information that would be required in a registration statement on Form 10 or Form 10-SB to register a class of securities under Section 12 of the Exchange Act. We proposed that a company be required to file this report on Form 8-K within four business days after completion of the transaction, consistent with the timeframe for most Form 8-K filings.

We proposed elimination of the additional 71-day “window” for filing required financial information in a Form 8-K report filed pursuant to Item 2.01 of that form.⁵¹ This window is the period of time between the date the registrant files its initial Form 8-K reporting the event and the date when the registrant is required to file financial information about the transaction. We believed that the elimination of the 71-day window would provide investors in operating businesses newly merged with shell companies with a level of information that is equivalent to the information provided to investors in reporting companies that did not originate as shell companies. The purpose for requiring this financial information at the time of the initial filing of the Form 8-K report was to decrease opportunities to engage in fraudulent and manipulative activity during the 71-day window period.

2. Comments on the Proposal

The comments responding to the Form 8-K proposal were varied. Four commenters

⁵¹ See Item 9.01 of Form 8-K.

expressed concern with the difficulty of preparing the required information and completing the filing of the required disclosure on Form 8-K within four days.⁵² Three commenters also expressed concern over the amount of disclosure that was proposed to be included in the Form 8-K.⁵³ Each of those commenters believed that less information than the information equivalent to that required in a Form 10 or Form 10-SB would be adequate. Two of the commenters suggested that a level of information similar to that required under Exchange Act Schedule 14A⁵⁴ would be adequate,⁵⁵ with the other commenter expressing the view that it would be appropriate to require only certain of the Form 10 or Form 10-SB information.⁵⁶ Two commenters suggested that the shell company be permitted to delay filing its required disclosure if there was no trading in its securities.⁵⁷ One of these commenters suggested retaining the 71-day window, but limiting the trading in the shell company's securities by specified persons during that window.⁵⁸

Eight commenters supported the adoption of the Form 8-K proposal to provide information to investors and deter fraud and abuse by shell companies.⁵⁹ The commenters supported the proposed rulemaking as an opportunity for the Commission to provide a disincentive for shell company abuse. Four commenters supported closing the 71-day window,

⁵² See letters from L. Stephen Albright, David N. Feldman, Mike Liles, Jr., and James B. Parsons.

⁵³ See letters from L. Stephen Albright, David N. Feldman, and James M. Schneider.

⁵⁴ 17 CFR 240.14a-101.

⁵⁵ See letters from L. Stephen Albright and James M. Schneider.

⁵⁶ See letter from David N. Feldman.

⁵⁷ See letters from David N. Feldman and Mike Liles, Jr.

⁵⁸ See letter from Mike Liles, Jr.

⁵⁹ See letters from L. Stephen Albright, Nathan Garnett, Simon M. Lorne, North American Securities Administrators Association, Inc., James B. Parsons, John Peterson, Stoecklein Law Group, and Michael T. Williams.

on the grounds that this would deter fraud and abuse.⁶⁰ Two of these commenters suggested that the Commission consider a compromise of between 15 and 45 days.⁶¹ One of these commenters stated that the financial statements are “vital to an understanding” of the transaction and that the closing of the merger transaction should be delayed until such time as the financial statements are properly prepared.⁶²

3. Final Rule

We are adopting the Form 8-K amendments substantially as proposed. The amendments to Form 8-K will require the surviving entity⁶³ in a transaction where a shell company ceases being a shell company to make a more specific and detailed filing upon completion of such a transaction that is required to be reported on that form.⁶⁴ These transactions will fall within the

⁶⁰ See letters from L. Stephen Albright, James B. Parsons, North American Securities Administrators Association, Inc., and Stoecklein Law Group.

⁶¹ See letters from L. Stephen Albright and James B. Parsons.

⁶² See letter from Stoecklein Law Group.

⁶³ If a class of securities of an issuer succeeds, by operation of Exchange Act Rule 12g-3, to the registration under Exchange Act Section 12 of a class of the shell company’s securities, thus causing that successor issuer to succeed to the registrant’s reporting obligation under Exchange Act Section 13, or if an issuer succeeds, by operation of Exchange Act Rule 15d-5, to the shell company’s reporting obligation under Exchange Act Section 15(d), the successor issuer will then succeed to the shell company’s obligation to file the required information in a report on Form 8-K. If neither of the events described in the previous sentence occur, the shell company will be obligated to file the required information in a report on Form 8-K. For ease of discussion in this section, we refer to the entity that is obligated to file the required information in a report on Form 8-K as the “surviving entity.” In the back door registration context, the surviving entity’s securities must meet all of the conditions of Exchange Act Rule 12g-3 for those securities to be deemed registered under the same paragraph of Exchange Act Section 12 under which the shell company’s securities were registered. For example, if the number of record holders of the surviving entity’s securities is less than 300, the securities of the surviving entity will not succeed automatically by operation of Exchange Act Rule 12g-3 to the reporting status of the shell company’s securities. Instead, the surviving entity would be required to file a Form 10 or 10-SB if it wishes to register the securities under Exchange Act Section 12. Similarly, under Exchange Act Rule 15d-5, the surviving entity will be considered the successor issuer by operation of Exchange Act Rule 15d-5 unless the surviving entity is exempt from filing reports or the duty to file reports is suspended under Section 15(d) of the Exchange Act.

⁶⁴ In most cases, this will occur when the shell company acquires or is acquired by an operating business. Under the definition of “shell company” we are adopting today, it also could occur when the shell company acquires more than nominal assets (other than cash or cash equivalents). Requiring prompt and detailed disclosure in a Form 8-K filing will provide investors in operating businesses newly merged with shell

requirements of either or both of Item 2.01 and Item 5.01 of Form 8-K.⁶⁵ Upon completion of this type of transaction, the surviving entity will be required to file a current report on Form 8-K containing the information, including financial information, that would be required in a registration statement on Form 10 or Form 10-SB to register a class of securities under Section 12 of the Exchange Act, with that information reflecting the surviving entity and its securities upon consummation of the transaction.⁶⁶

We are requiring that the surviving entity file its report on Form 8-K within four business days after completion of the transaction that it is required to report. While we understand the concerns of commenters regarding this timeframe, we believe the timeframe is appropriate because shell companies and their counsel control the pace and timing of these transactions. Given the concerns unique to shell company transactions, we believe shell companies should complete a transaction that is required to be reported only when they can timely provide investors with adequate information to make informed investment decisions.⁶⁷ Moreover,

companies with a level of information that is equivalent to the information provided to investors in reporting companies that did not originate as shell companies.

⁶⁵ Where an operating company acquires a shell company and the operating company survives the transaction, the operating company will have acquired control of the shell for purposes of the definition of “succession” under amended Exchange Act Rule 12b-2. The operating company, as the surviving entity, will be required to file a Form 8-K under Item 5.01. The transaction will constitute a change in control of the shell company whether or not shareholders of the operating company before the transaction control the surviving entity following the transaction.

⁶⁶ That Form 8-K need not, however, contain registration-level information if that information previously has been included in an effective registration statement under the Securities Act. In that instance, the Form 8-K could merely reference the Securities Act registration statement that contains the required information. This same principle will apply to information that previously was included in a filing under the Exchange Act. We have amended Form 8-K to make this clear.

⁶⁷ As suggested by commenters, we considered imposing a trading ban on the securities of shell companies that have ceased being shell companies and have not filed the required financial statements, with the trading ban imposed until the converted shell company files its audited financial statements. We have not included such a provision in the final rule, as we believe that the information required in the Form 8-K will have the same effect of informing the market before trading and will not present the practical implementation issues that would be presented by a trading ban.

obtaining audited financial statements for the operating business in such a transaction should not present the difficulties that caused us to provide the extended filing window for business combinations involving reporting companies with operations.⁶⁸

We believe that prompt and proper disclosure of Exchange Act registration-level information at the time of shell company transactions will deter abuse and provide investors with information necessary for their investment decisions. Accordingly, we believe it is appropriate to require Form 10 or Form 10-SB information, as applicable, in the Form 8-K. This level of disclosure will provide investors in operating businesses newly merged with shell companies with prompt and detailed disclosure that is equivalent to the information provided to investors in reporting companies that register under the Exchange Act rather than reaching the same result through a transaction with a reporting shell company.

We are adding new Item 5.06 to Form 8-K.⁶⁹ New Item 5.06 will require a shell company that completes a transaction in which it ceases being a shell company to file a report under that Item reporting the material terms of the transaction. If the shell company is not the surviving entity in the transaction in which it ceases to be a shell company, the surviving entity would succeed to the shell company's obligation to comply with Item 5.06.⁷⁰ New Item 5.06 will allow market participants and regulators to more easily identify Form 8-K filings regarding shell company transactions and to more completely understand the terms of those transactions.

⁶⁸ See Release No. 33-6578, Business Combination Transactions; Adoption of Registration Form (Apr. 23, 1985) [50 FR 18990].

⁶⁹ Foreign private issuers generally are not required to file reports on Form 8-K. See Exchange Act Rule 13a-11(b) [17 CFR 240.13a-11(b)] and Exchange Act Rule 15d-11(b) [17 CFR 240.15d-11(b)]. Accordingly, we have not extended the requirements of Item 5.06 to foreign private issuers. For a discussion of the reporting requirements of foreign private issuers, see Section II.E., below.

⁷⁰ The surviving entity in a transaction where a shell company ceases being a shell company most likely will have to comply with other Items of Form 8-K, as discussed above, in addition to Item 5.06. The registrant could file a single Form 8-K responding to all applicable Items.

Business combination related shell companies will not be subject to the requirements of Item 5.06. We believe this will enhance the use of Item 5.06 as a means by which market participants and regulators may identify filings on Form 8-K relating to shell company transactions that are not change in domicile transactions or business combination transactions among non-shell companies.

We solicited comment as to whether we should take steps to make shell company transactions more easily identifiable. One commenter responded to this request.⁷¹ That commenter supported improved identification of shell company transactions and expressed the view that it would be beneficial to “establish a mechanism that identifies those reporting companies that fall into the definition of shell company”⁷² Because companies other than shell companies may file reports on Form 8-K under Item 2.01 or Item 5.01, we believe that it is appropriate to add an Item requirement to Form 8-K that is specific to shell companies other than business combination related shell companies.

E. Shell Companies that Are Foreign Private Issuers

1. Form S-8

Some foreign private issuers that are registered with the Commission may fall within the definition of shell company that we are adopting today. A shell company that is a foreign private issuer is subject to the new rules regarding the use of Form S-8. We proposed that, as with a domestic shell company, a foreign private issuer shell company would be ineligible to file a registration statement on Form S-8 until 60 days after ceasing to be a shell company and filing the “Form 10 information” that the issuer would file if that issuer were registering a class of

⁷¹ See letter from North American Securities Administrators Association, Inc.

⁷² See id.

securities under the Exchange Act. For a foreign private issuer, the proposal defined “Form 10 information” to mean the information required by Form 20-F to register the class of securities under the Exchange Act.

We did not receive comments on the proposed amendments to Form S-8 as they relate to foreign private issuers. For purposes of Form S-8, we are adopting the definition of “Form 10 information,” when applicable to foreign private issuers, to mean information required by Form 20-F.⁷³

2. Exchange Act Reporting of Transactions that Cause a Foreign Private Issuer to Cease Being a Shell Company

Unlike domestic issuers, foreign private issuers that are subject to the periodic reporting requirements under the Exchange Act generally are not required to file current reports on Form 8-K.⁷⁴ Instead, these issuers submit material current information on Form 6-K.⁷⁵ In the proposing release, we requested comment on alternative approaches with respect to disclosure requirements for foreign private issuer shell companies, including the appropriate form on which they should disclose a transaction with an operating business. We did not receive comments in response to this request.

While we believe that foreign private issuer shell companies should be subject to the disclosure and timing requirements of the rules relating to shell companies, we believe those issuers should report on Form 20-F rather than Form 8-K. Accordingly, we are adopting new

⁷³ As with domestic issuers, the amendment to Form S-8 makes clear that this “Form 10 information” of the foreign private issuer may be included in any filing with the Commission.

⁷⁴ See Exchange Act Rules 13a-11(b) and 15d-11(b). A foreign private issuer shell company that engages in a transaction that causes it to lose its status as a foreign private issuer at the same time it ceases to be a shell company would have to comply with the requirements of Form 8-K that are applicable to domestic companies.

⁷⁵ 17 CFR 249.306. See Exchange Act Rule 13a-16 [17 CFR 240.13a-16] and Exchange Act Rule 15d-16 [17 CFR 240.15d-16].

Exchange Act Rules 13a-19 and 15d-19. Under these new rules, a foreign private issuer that was a shell company immediately before entering into a transaction that causes it to cease being a shell company must report that transaction on a current basis on Form 20-F.⁷⁶ That report must contain the same information that would be required in a registration statement on Form 20-F used to register the classes of the foreign private issuer's securities that are subject to the reporting requirements of Section 13 or Section 15(d) of the Exchange Act, and must be filed within four business days of the completion of the transaction being reported.⁷⁷ Because we believe that better identification of shell company transactions is a key element in deterring fraud, we are adding a check box to the cover page of Form 20-F that a foreign private issuer must mark when filing a Form 20-F under Exchange Act Rule 13a-19 or Rule 15d-19.⁷⁸ For the same reasons discussed above regarding the application of Item 5.06 of Form 8-K, we are not extending the requirements of Exchange Act Rule 13a-19 or Rule 15d-19 to foreign private issuers that are business combination related shell companies.

Exchange Act Rule 12b-25 permits a foreign private issuer, subject to certain conditions, to extend the due date of its filing of an annual or transition report on Form 20-F.⁷⁹ Exchange Act Rule 12b-25 does not provide an extension of the due date for filing a current report on Form 8-K. As the reports on Form 20-F that are to be filed under Exchange Act Rule 13a-19 or Rule 15d-19 are neither annual reports nor transition reports, Exchange Act Rule 12b-25 does not

⁷⁶ Foreign private issuers that have elected to report on domestic issuer forms, such as Form 10-K and Form 10-Q, should file the required information on Form 8-K and not Form 20-F.

⁷⁷ See the discussion in footnotes 18, 63, and 70 regarding the reporting obligation of successor issuers.

⁷⁸ As with the periodic report forms for shell companies that are not foreign private issuers, we also have included a check box on the cover of Form 20-F that requires a foreign private issuer to indicate, in any annual report on that form, that it is a shell company. The new check box indicates that it is required where the report on Form 20-F is an "annual report." This requirement would include any transition reports on that Form. In this regard, see the discussion in Section II.F., below.

⁷⁹ 17 CFR 240.12b-25.

provide an extension of the due date for their filing. Because the reports on Form 20-F that are to be filed under Exchange Act Rule 13a-19 or Rule 15d-19 are more in the nature of a current report, we believe that the extension permitted under Exchange Act Rule 12b-25 should not be available to those Form 20-F reports and we have not added language to Exchange Act Rule 12b-25 to provide such an extension.⁸⁰

Exchange Act Rules 13a-14(a) and 15d-14(a) currently require, among other things, that “each report” on Form 20-F must include, as an exhibit, specified certifications of the foreign private issuer’s principal executive and principal financial officers. Form 20-F is a multi-function form that may be used as a registration statement or a report. We believe that a Form 20-F required to be filed under new Exchange Act Rule 13a-19 or new Exchange Act Rule 15d-19 is more similar to a registration statement on that Form than a report on that Form, and that the information is being provided on a current basis in a manner similar to that required by Form 8-K. As such, we have added language to Exchange Act Rules 13a-14(a) and 15d-14(a) excluding from the requirements of those paragraphs reports that are filed on Form 20-F under either new Exchange Act Rule 13a-19 or new Exchange Act Rule 15d-19.

F. Shell Company Check Box on Exchange Act Reports

In the proposing release, we asked specifically for comment on whether we should make reports on Form 8-K reporting shell company transactions easier for market participants and regulators to identify. In response to this request, one commenter indicated that rulemaking to accomplish this purpose would be appropriate.⁸¹ That commenter also expressed the view that

⁸⁰ We have included language in Form 20-F to make clear that Exchange Act Rule 12b-25 does not apply to reports required to be filed on that form under new Exchange Act Rule 13a-19 or new Exchange Act Rule 15d-19.

⁸¹ See letter from North American Securities Administrators Association, Inc.

the cover page of periodic report forms should include a means, such as a check box, by which filers would be required to identify themselves as shell companies.⁸² We believe better identification of shell companies and shell company transactions is a key element to deterring fraud. Accordingly, we are adopting amendments to Form 10-Q, Form 10-QSB, Form 10-K, Form 10-KSB, and Form 20-F to add a box on the cover page of those forms that the registrant must mark to indicate whether or not it is a “shell company.”⁸³ The identification of shell company or non-shell company status on the cover page of these forms will constitute required disclosure that is subject to all applicable federal securities laws.

III. PAPERWORK REDUCTION ACT

The amendments affect Securities Act Form S-8, Form SB-2, Form S-1, and Form F-1 and Exchange Act Form 8-K, Form 10-Q, Form 10-QSB, Form 10-K, Form 10-KSB, and Form 20-F, which contain “collection of information” requirements within the meaning of the Paperwork Reduction Act of 1995.⁸⁴ In the proposing release, we requested comments on the proposed changes to these collection of information requirements,⁸⁵ and the Office of Management and Budget (“OMB”) has approved the changes. The titles of the affected collections of information requirements are: Form S-8 (OMB Control No. 3235-0066), Form SB-2 (OMB Control No. 3235-0418), Form S-1 (OMB Control No. 3235-0065), Form F-1 (OMB Control No. 3235-0258), Form 8-K (OMB Control No. 3235-0060), Form 10-Q (OMB Control No. 3235-0070), Form 10-QSB (OMB Control No. 3235-0416), Form 10-K (OMB

⁸² See *id.*

⁸³ Further, as discussed above, we have added new Item 5.06 to Form 8-K to allow market participants and regulators to identify transactions by shell companies, other than business combination related shell companies.

⁸⁴ 44 U.S.C. 3501 *et seq.*

⁸⁵ Release No. 33-8407, Use of Form S-8 and Form 8-K by Shell Companies (Apr. 15, 2004) [69 FR 21650].

Control No. 3235-0063), Form 10-KSB (OMB Control No. 3235-0420), and Form 20-F (OMB Control No. 3235-0288). An agency may not conduct or sponsor, and a person is not required to respond to, a collection of information requirement unless it displays a currently valid control number.

A. Summary of Amendments

We are adopting rules and rule amendments relating to filings by reporting shell companies. Under the new rules, we define a “shell company” as a registrant (other than an asset-backed issuer) with no or nominal operations and either no or nominal assets, assets consisting solely of cash and cash equivalents, or assets consisting of any amount of cash and cash equivalents and nominal other assets. We also prohibit the use of Form S-8 by shell companies. We are amending Form 8-K to require a shell company, when reporting an event that causes it to cease being a shell company, to file with the Commission the same type of information that it would be required to file to register a class of securities under the Exchange Act. In addition, we are amending Form 8-K to add new Item 5.06. Item 5.06 will require a registrant that is a shell company (other than a business combination related shell company) to report under that Item when it ceases being a shell company. We are adding new Exchange Act Rules 13a-19 and 15d-19 to require disclosure on Form 20-F when a foreign private issuer that is a shell company (other than a business combination related shell company) completes a transaction that causes it to cease to be a shell company.⁸⁶ Finally, we are adding check boxes to the cover pages of Form 10-Q, Form 10-QSB, Form 10-K, Form 10-KSB, and Form 20-F for the registrant to identify itself as a shell company.

⁸⁶ We believe that a foreign private issuer shell company merging with a domestic operating business rarely will be able to keep its foreign private issuer status. We do not expect the number of these transactions to have any quantifiable effect on the estimates included in this section.

These amendments are intended to protect investors by deterring fraud and abuse in our public securities markets through the use of shell companies. Compliance with the amended disclosure requirements is mandatory. There is no mandatory retention period for the information disclosed and responses to the disclosure requirements will not be kept confidential.

B. Summary of Comment Letters and Revisions to Proposals

We requested comment on the PRA analysis contained in the proposing release. Two commenters stated their belief that the proposed amendments would increase costs to shell companies,⁸⁷ but a third commenter stated that the proposed amendments to Form 8-K would not increase costs.⁸⁸

One of these commenters indicated that the acceleration of work by legal and accounting professionals would substantially increase costs, but did not clearly explain why acceleration of the work would have this effect.⁸⁹ Another commenter expressed the view that the Form 8-K cost burden estimate was too low.⁹⁰ This commenter stated that, in its experience, outside counsel performs 75% of the work to complete a Form 8-K report, not the 25% estimate in the proposing release.⁹¹ This commenter estimated that the Form 8-K cost burden would triple but did not believe that the higher cost burden would create an unnecessary obstacle to legitimate transactions.⁹² This commenter did not provide evidence to suggest that its estimates would apply to all shell companies. Our estimates of the average number of hours each entity spends

⁸⁷ See letters from L. Stephen Albright and Stoecklein Law Group.

⁸⁸ See letter from Nathan Garnett.

⁸⁹ See letter from L. Stephen Albright.

⁹⁰ See letter from Stoecklein Law Group.

⁹¹ See id.

⁹² See id.

completing the affected forms, allocation of burden between outside counsel and internal personnel, and the average hourly rate for outside securities counsel were obtained by contacting a number of law firms and other persons regularly involved in completing the forms. Therefore, we are not modifying the proposed cost burden estimate for Form 8-K.

C. Form S-8

The amendment prohibiting shell companies from using Securities Act Form S-8 will require these companies to use a less streamlined form, such as Form SB-2, Form S-1, or Form F-1 to register offerings that they otherwise might have registered on Form S-8. A company that ceases to be a shell company will be eligible to file a Form S-8 registration statement 60 days after it ceases to be a shell company and files information equivalent to the information that it would be required to file if the company were registering a class of securities under the Exchange Act. In the proposing release, we estimated that this change would reduce the number of Form S-8 registration statements by approximately 5%, and would increase the number of Form SB-2 and Form S-1 registration statements filed by a corresponding amount. We received no comments on these estimates. With respect to Form S-8, we estimate that 50% of the burden of preparing the form is borne by the company's internal staff and that the other 50% represents work performed by outside securities counsel retained by the company at an average rate of \$300 per hour. With respect to Form SB-2, Form S-1, and Form F-1, we estimate that 25% of the burden of preparing the form is borne by the company's internal staff and that 75% of the burden represents work performed by outside securities counsel at the rate of \$300 per hour.

We do not expect that shell companies that are prohibited from using Form S-8 are likely to register securities that they otherwise would have registered on Form S-8 on a registration form that does not become effective automatically and requires the filing of substantially more

complete information. However, shell companies that wish to register offerings of their securities under the Securities Act could instead file on Form SB-2, Form S-1, or Form F-1. We estimate that a maximum of 5% of the number of Form S-8 registration statements filed in our fiscal year 2004 ($4,000 \times .05 = 200$ filings) will be filed on Form SB-2, Form S-1, or Form F-1 instead. We also expect 95% of these 200 filings by shell companies that choose to file another registration statement in lieu of Form S-8 will use Form SB-2, thereby increasing the number of Form SB-2 filings by 190 ($200 \text{ filings} \times .95$). We further estimate that the number of Form S-1 registration statements will increase by 8 ($200 \text{ filings} \times .04$). We estimate that the number of Form F-1 registration statements will increase by 2 ($200 \text{ filings} \times .01$). As a result, we estimate that the Form S-8 reporting burden will decrease by 2,400 hours ($200 \text{ filings} \times 24 \text{ hours per filing} \times .50$) and the annual cost will decrease by \$720,000 ($200 \text{ filings} \times 24 \text{ hours per filing} \times \$300 \text{ per hour} \times .50$). The Form SB-2 reporting burden will increase by 28,168 hours ($190 \text{ filings} \times 593 \text{ hours per filing} \times .25$), with an annual cost increase of \$25,350,750 ($190 \text{ filings} \times 593 \text{ hours per filing} \times \$300 \text{ per hour} \times .75$). We estimate that the Form S-1 reporting burden will increase by 2,204 hours ($8 \text{ filings} \times 1,102 \text{ hours per filing} \times .25$) with an annual cost increase of \$1,983,600 ($8 \text{ filings} \times 1,102 \text{ hours per filing} \times \$300 \text{ per hour} \times .75$). Finally, we estimate that the Form F-1 reporting burden will increase by 905 hours ($2 \text{ filings} \times 1,809 \text{ hours per filing} \times .25$) with an annual cost increase of \$814,050 ($2 \text{ filings} \times 1,809 \text{ hours per filing} \times \$300 \text{ per hour} \times .75$).

D. Form 8-K

Form 8-K prescribes information about important corporate events that a company must disclose on a current basis. Form 8-K also may be used, at a company's option, to report any event that the company deems to be of importance to its shareholders.

We currently estimate that Form 8-K results in a total annual compliance burden of 311,565 hours and an annual cost of \$31,156,500. We estimate the number of Form 8-K filers to be approximately 12,000, based on the actual number of Form 10-K and Form 10-KSB filers during the Commission's 2004 fiscal year. For purposes of this analysis, we estimate that the number of reports on Form 8-K filed annually is 83,084. We estimate that each entity currently spends, on average, approximately five hours to complete Form 8-K. We estimate that 75% of the burden is borne by the company and that 25% of the burden is borne by outside securities counsel retained by the company at an average cost of \$300 per hour.

We are amending Form 8-K to add Item 5.06, which will require a registrant that is a shell company (other than a business combination related shell company) that engages in a transaction that changes its status as a shell company to file a report on Form 8-K. As noted below, we estimate that 94 of these transactions occurred in fiscal year 2004. All of these 94 transactions would be required to be reported pursuant to Item 5.06 of Form 8-K. Because each of these transactions already would have been required to be reported on Form 8-K pursuant to Item 2.01 or Item 5.01 of that Form, we do not believe that Item 5.06 will add additional burdens or costs.

Under the revisions to Item 2.01 and Item 5.01 of Form 8-K that we are adopting today, a shell company will be required to make a more specific and detailed filing on Form 8-K when it reports a transaction that causes it to cease being a shell company. Specifically, the shell company will need to file a Form 8-K that contains the information that would be required in an initial registration statement on Form 10 or Form 10-SB to register a class of securities under Section 12 of the Exchange Act. The company will be required to file the Form 8-K within four business days after the closing of the transaction. This amendment will eliminate the 71-day

window during which financial information required to be included in the report can be filed by a shell company currently.

The amendments to Item 2.01 and Item 5.01 will increase the amount of information that a former shell company must include in the form, but not the number of filings. In our fiscal year 2004, companies that categorized themselves as “blank check companies” using the relevant SEC Standard Industrial Classification (SIC) Code disclosed 31 transactions under Item 2.01 of Form 8-K. We also have identified 63 back door registration filings during fiscal year 2004 that would be required to be filed on an expanded Form 8-K under the new requirements. We believe the combined total of 94 of these filings is a proper estimate of the total number of Item 2.01 and Item 5.01 filings and have used that number of filings for purposes of this analysis.

We believe that the additional information we are requiring shell companies to include in a Form 8-K filed under Item 2.01 or Item 5.01 of Form 8-K is analogous to information required by Form 10-SB because the substantial majority of shell companies will be small business issuers. Currently, we estimate that it takes 133 hours to complete a Form 10-SB. Therefore, we estimate that it will take a shell company 133 hours to prepare the information that we are requiring the company to provide in a Form 8-K report when it reports a transaction that causes it to cease being a shell company. We estimate that the company will bear 75% of the burden and that 25% of the burden will be borne by outside securities counsel retained by the company at an average rate of \$300 per hour. We estimate that the burden in this type of Form 8-K filing will increase by 12,502 hours (133 hours per filing x 94 required filings). Therefore, the annual Form 8-K reporting burden will increase by 9,377 hours (12,502 total hours x .75) and the annual cost burden will increase by approximately \$937,650 (12,502 total hours x \$300 per hour x .25).

We are adopting several modifications to our proposals, but none of these affects our burden estimates associated with the amendments. One modification is that a registrant will be required to check a box on its Form 10-Q, Form 10-QSB, Form 10-K, Form 10-KSB, or Form 20-F indicating whether or not it is a shell company as defined in Rule 12b-2 under the Exchange Act. We believe that this and other changes that we have made to the proposals do not affect the total amount of burden hours or costs imposed by the forms.

E. Form 20-F

The amendments to Form 20-F require a foreign private issuer that is a shell company to file a report on Form 20-F after completion of a transaction that causes it to cease being a shell company. The Form 20-F is a multi-function form used by foreign private issuers.

We estimate that there were 1,240 foreign private issuers that were registered and reporting with the Commission as of December 31, 2004.⁹³ We estimate that each entity currently spends, on average, approximately 2,615 hours to complete Form 20-F (3,242,600 total hours / 1,240 filings = 2,615 hours per filing). We estimate that 25% of the burden is borne by the company and that 75% of the burden is borne by outside securities counsel retained by the company at an average cost of \$300 per hour.

We estimate that Form 20-F results in a total annual compliance burden of 810,650 hours (2,615 hours per filing x 1,240 filings x .25) and an annual cost of \$729,585,000 (2,615 hours x 1,240 filings x \$300 x .75%). As we discuss above, we have estimated that there will be 94 shell company transactions reported annually on Form 8-K. As approximately 10% of reporting companies are foreign private issuers, we estimate that foreign private issuer shell companies will file 10 reports on Form 20-F (94 filings x .10). As a result, we estimate that the Form 20-F

⁹³ See SEC web site at <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/internatl/companies.shtml>.

reporting burden will increase by 6,538 hours (10 filings x 2,615 hours per filing x .25), with an annual cost increase of \$5,883,750 (10 filings x 2,615 hours per filing x \$300 per hour x .75).⁹⁴

IV. COSTS AND BENEFITS

Today's amendments are intended to protect investors by deterring fraud and abuse in our securities markets through the use of reporting shell companies. However, we are sensitive to the costs and benefits that result from our rules. In this section, we examine the costs and benefits of the amendments.

A. Form S-8

1. Costs of Form S-8 Amendments

A shell company no longer will be eligible to use Form S-8 to register offerings of securities in connection with employee benefit plans. We believe it generally is inconsistent with shell company status to have a legitimate use for employee benefit plans. However, where such a plan exists, a shell company will continue to be eligible to use Form SB-2, Form S-1, or Form F-1 to offer securities in connection with an employee benefit plan. A shell company also may be entitled to rely on certain exemptions from the registration requirements of the Securities Act. Thus, shell companies will continue to be able to offer securities under employee benefit plans. They cannot, however, take advantage of Form S-8, which is a streamlined registration statement form with automatic effectiveness. Moreover, the securities that are offered and sold in reliance on an exemption from Securities Act registration may be subject to restrictions on resale. This may impose costs on shell companies that are difficult to quantify.

⁹⁴ The estimate of 2,615 hours per filing for Form 20-F reflects the fact that the form is used by foreign private issuers, regardless of the size of the issuer. In estimating the increased annual burden and cost, we have continued to use this estimate of 2,615 hours per filing, even though it is likely an overstatement of the time necessary for a shell company to complete the form, because we do not have a better estimate of the amount of time a smaller, less complex foreign private issuer would require to complete the form.

We estimate that the cost of shell companies no longer being eligible to use Form S-8 in connection with employee benefit plans is the difference between the cost of 200 Form S-8 filings and the cost of filing those 200 registration statements on Form SB-2, Form S-1, or Form F-1. Based on the estimates presented above, these amounts are:

- Cost of increasing the number of Form SB-2 filings by 190 = \$30,280,063;⁹⁵
plus
- Cost of increasing the number of Form S-1 filings by 8 = \$2,369,300⁹⁶
plus
- Cost of increasing the number of Form F-1 filings by 2 = \$972,338⁹⁷
minus
- Decreased cost from decreasing the number of Form S-8 filings by 200 = \$1,140,000⁹⁸
equals
- Total cost of amendments to Form S-8 = \$32,481,701

⁹⁵ We have estimated the company's internal costs at \$175 per hour. Accordingly, we have calculated the cost of the increased burden that is borne by the registrant by multiplying the total number of hours for the 190 filings (190 filings x 593 hours per filing x \$175 per hour x .25 = \$4,929,313). We have then added this amount to the \$25,350,750 cost to the company (190 filings x 593 hours per filing x \$300 x .75).

⁹⁶ We have estimated the company's internal costs at \$175 per hour. Accordingly, we have calculated the cost of the increased burden that is borne by the registrant by multiplying the total number of hours for the 8 filings (8 filings x 1,102 hours per filing x \$175 per hour x .25 = \$385,700). We have then added this amount to the \$1,983,600 cost to the company (8 filings x 1,102 hours per filing x \$300 x .75).

⁹⁷ We have estimated the company's internal costs at \$175 per hour. Accordingly, we have calculated the cost of the increased burden that is borne by the registrant by multiplying the total number of hours for the 2 filings (2 filings x 1,809 hours per filing x \$175 per hour x .25 = \$158,288). We have then added this amount to the \$814,050 cost to the company (2 filings x 1,809 hours per filing x \$300 x .75).

⁹⁸ We have estimated the company's internal costs at \$175 per hour. Accordingly, we have calculated the cost of the decreased burden that is borne by the registrant by multiplying the total number of hours for the 200 filings (200 filings x 24 hours per filing x \$175 per hour x .50 = \$420,000). We have then added this amount to the \$720,000 decreased cost to the company (200 filings x 24 hours per filing x \$300 x .50).

2. Benefits of Form S-8 Amendments

Shell companies often have used offerings registered on Form S-8 for fraudulent and manipulative purposes. These amendments disqualify shell companies from using Form S-8. The amendments also require a shell company (other than a business combination related shell company) that ceases to be a shell company to wait 60 days after it ceases to be a shell company and files information that is equivalent to the information contained in an Exchange Act registration statement before it becomes eligible to use Form S-8. This amendment will make it more difficult for shell companies to use Form S-8 for fraudulent purposes, and is consistent with the full disclosure purpose of the federal securities laws.

B. Form 8-K

1. Costs of Form 8-K Amendments

a. New Item 5.06 of Form 8-K

We are amending Form 8-K to add Item 5.06, which will require a registrant that is a shell company (other than a business combination related shell company) that engages in a transaction that changes its status as a shell company to file a report on Form 8-K. As noted above, we estimate that 94 of these transactions occurred in fiscal year 2004. All of these 94 transactions would be required to be reported pursuant to Item 5.06 of Form 8-K. Because each of these transactions already would have been required to be reported on Form 8-K pursuant to Item 2.01 or Item 5.01 of that Form, we do not believe that Item 5.06 will add measurable additional costs.

b. Revised Items 2.01 and 5.01 of Form 8-K

We are revising Item 2.01 and Item 5.01 of Form 8-K. Under these revisions, a shell company will be required to make a more specific and detailed filing on Form 8-K when it

reports a transaction that causes it to cease being a shell company. Specifically, the shell company will need to file a Form 8-K that contains the information that would be required in an initial registration statement on Form 10 or Form 10-SB to register a class of securities under Section 12 of the Exchange Act. The company will be required to file the Form 8-K within four business days after the closing of the transaction. This amendment also will eliminate the current 71-day window during which the financial information can be filed by a shell company that is filing a report on Form 8-K pursuant to Item 2.01.⁹⁹

The amendments to Item 2.01 and Item 5.01 will increase the amount of information that a former shell company must include in the form but not the number of filings. As discussed above, we have estimated that there will be 94 filings subject to these new requirements.

We believe that the additional information we are requiring shell companies to include in a Form 8-K filed under Item 2.01 or Item 5.01 of Form 8-K is analogous to information required by Form 10-SB. Currently, we estimate that it takes 133 hours to complete a Form 10-SB. Therefore, we estimate that it will take a shell company 133 hours to prepare the information that we are requiring the company to provide in a Form 8-K report when it reports a transaction that causes it to cease being a shell company. We estimate that the company will bear 75% of the burden at an average rate of \$175 per hour and that 25% of the burden will be borne by outside securities counsel retained by the company at an average rate of \$300 per hour. Therefore, the annual Form 8-K reporting burden being borne by the company will result in an increased annual cost for Form 8-K of \$1,640,975.¹⁰⁰ As estimated previously, the revisions to Item 2.01 and Item

⁹⁹ Because this revision will affect only the timing of filing and not the amount of financial information required to be filed, we do not estimate any additional costs as a result of the elimination of the 71-day window.

¹⁰⁰ We calculated this amount in the following manner. First, we estimated that there would be a total annual increase in the Form 8-K burden of 12,502 hours (133 hours per filing x 94 filings). We estimated that 75% of this annual increase in the Form 8-K burden would be borne by the company. This portion of the

5.01 will result in an annual increased cost for Form 8-K of \$937,650 (12,502 total hours x \$300 per hour x .25). We have combined these amounts to determine that the annual increased cost of the requirements in revised Item 2.01 and Item 5.01 will be \$2,578,625 (\$1,640,975 + \$937,650).

2. Benefits of Form 8-K Amendments

The benefit of the Form 8-K amendments is more timely and enhanced disclosure for the protection of investors and increased integrity of the securities markets, especially the markets for securities of smaller companies. The Form 8-K amendments are based on the premise that federal securities regulation should promote full disclosure. The more timely and enhanced disclosure in Form 8-K filings is designed to provide investors in operating businesses that are newly merged with shell companies with a level of information that is equivalent to the information provided to investors in reporting companies that register rather than reaching a similar result through a transaction with a shell company. The filing of this Form 8-K report is intended to decrease the opportunity to engage in fraudulent and manipulative activity.

C. Form 20-F

1. Costs of Form 20-F Amendment

We estimate that 1,240 foreign private issuers were registered and filing reports with the Commission as of December 31, 2004.¹⁰¹ The amendments to Form 20-F require a foreign private issuer that is a shell company (other than a business combination related shell company) to file a report on Form 20-F after completion of a business combination with a formerly private operating business. While we do not believe it is likely that any foreign private issuers that are shell companies would file a Form 20-F to register securities, it is possible. As discussed above,

increased burden equals 9,377 hours (12,502 total hours x .75). We multiplied this amount by \$175 per hour to arrive at the annual increased cost of \$1,640,975 (9,377 hours x \$175 per hour).

¹⁰¹ See SEC web site at <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/internatl/companies.shtml>.

we have estimated that there will be 94 shell company transactions reported on Form 8-K. As approximately 10% of reporting companies are foreign private issuers, we estimate that foreign private issuer shell companies will file 10 reports on Form 20-F as a result of the new requirements (94 filings x .10).

As discussed above, we estimate that each entity currently spends, on average, approximately 2,615 hours to complete a Form 20-F.¹⁰² We estimate that the company will bear 75% of the burden at an average rate of \$175 per hour and that 25% of the burden will be borne by outside securities counsel retained by the company at an average rate of \$300 per hour. Therefore, the annual Form 20-F reporting burden being borne by the company will result in an increased annual cost for Form 20-F of \$1,144,150.¹⁰³ As estimated previously, the revisions to Form 20-F will result in an annual increased cost of \$5,883,750 (2,615 hours per filing x 10 filings x \$300 per hour x .75). We have combined these amounts to determine that the annual increased cost of the revisions to Form 20-F will be \$7,027,900 (\$1,144,150 + \$5,883,750).

2. Benefits of Form 20-F Amendments

Some foreign private issuers that are registered with the Commission may fall within the definition of “shell company.” We have decided to subject foreign private issuer shell companies to essentially the same requirements as are applied to domestic shell companies for

¹⁰² The estimate of 2,615 hours per filing for Form 20-F reflects the fact that the form is used by foreign private issuers, regardless of the size of the issuer. In estimating the increased annual burden and cost, we have continued to use this estimate of 2,615 hours per filing, even though it is likely an overstatement of the time necessary for a shell company to complete the form, because we do not have a better estimate of the amount of time a smaller, less complex foreign private issuer would require to complete the form.

¹⁰³ We calculated this amount in the following manner. First, we estimated that there would be a total annual increase in the Form 20-F burden of 26,150 hours (2,615 filings x 10 filings). We estimated that 25% of this annual increase in the Form 20-F burden would be borne by the company. This portion of the increased burden equals 6,538 hours (26,150 total hours x .25). We multiplied this amount by \$175 per hour to arrive at the annual increased cost of \$1,144,150 (6,538 hours x \$175 per hour).

the same reasons discussed above. The benefit of this amendment is more timely and enhanced disclosure for the protection of investors.

V. CONSIDERATION OF IMPACT ON THE ECONOMY, BURDEN ON COMPETITION AND PROMOTION OF EFFICIENCY, COMPETITION AND CAPITAL FORMATION

Section 23(a)(2) of the Exchange Act¹⁰⁴ requires us to consider the anti-competitive effects of any rules that we adopt under the Exchange Act. Exchange Act Section 23(a)(2) prohibits us from adopting any rule that would impose a burden on competition not necessary or appropriate in furtherance of the purposes of the Exchange Act. Furthermore, Section 2(b) of the Securities Act¹⁰⁵ and Section 3(f) of the Exchange Act¹⁰⁶ require us, when we are engaging in rulemaking that requires us to consider or determine whether an action is necessary or appropriate in the public interest, to consider whether the action will promote efficiency, competition, and capital formation.

The purpose of these amendments is to deter fraud and reduce abuse of Form S-8 in shell company transactions and to enhance our reporting requirements on Form 8-K (and Form 20-F with respect to foreign private issuers) with respect to transactions involving shell companies. We anticipate that these amendments will improve the proper functioning of the capital markets. We believe the amendments will enhance investor confidence in the securities markets and promote efficiency and capital formation. We do not expect the amendments to have any anti-competitive effects.

¹⁰⁴ 15 U.S.C. 78w(a)(2).

¹⁰⁵ 15 U.S.C. 77b(b).

¹⁰⁶ 15 U.S.C. 78c(f).

We solicited comment on these matters in the proposing release. We received no comments on whether the adoption of the proposals would have an adverse effect on competition that is neither necessary nor appropriate in furtherance of the purposes of the Securities Act or the Exchange Act. We also did not receive any comments on whether the proposed amendments, if adopted, would promote efficiency, competition, and capital formation.

VI. FINAL REGULATORY FLEXIBILITY ANALYSIS

This Final Regulatory Flexibility Analysis has been prepared in accordance with the Regulatory Flexibility Act.¹⁰⁷ This FRFA involves amendments to Form S-8 under the Securities Act, Form 8-K, Form 10-Q, Form 10-QSB, Form 10-K, Form 10-KSB, and Form 20-F under the Exchange Act, Rule 405 under the Securities Act and Rule 12b-2, Rule 13a-14, and Rule 15d-14 under the Exchange Act, as well as new Rule 13a-19 and Rule 15d-19 under the Exchange Act. The amendments will prohibit the use of Form S-8 by shell companies and require a shell company that is reporting an event that causes it to cease being a shell company to disclose the same type of information that it would be required to provide in registering a class of securities under the Exchange Act. The amendments also will define “shell company.” An Initial Regulatory Flexibility Analysis was prepared in accordance with the Regulatory Flexibility Act¹⁰⁸ in conjunction with the proposing release. The proposing release included the IRFA and solicited comments on it.

A. Reasons for and Objectives of the Amendments

The purpose of the amendments is to protect investors in shell companies and to deter fraud and abuse in our public securities markets through the use of shell companies.

¹⁰⁷ 5 U.S.C. 604.

¹⁰⁸ 5 U.S.C. 603.

B. Significant Issues Raised by Public Comment

The IRFA appeared in the proposing release. We requested comment on any aspect of the IRFA, including the number of small entities that would be affected by the proposed amendments to Form S-8 and Form 8-K, and whether these amendments would increase the reporting, record keeping and other compliance requirements for small businesses. We did not receive any comments responding to this request.

C. Small Entities Subject to the Amendments

The amendments will affect companies that are small entities. Exchange Act Rule 0-10(a)¹⁰⁹ defines an issuer, other than an investment company, to be a “small business” or “small organization” if it had total assets of \$5 million or less on the last day of its most recent fiscal year. We estimate that there are approximately 2,500 issuers, other than investment companies, that would be considered small entities as of the end of fiscal year 2004. The amendments will prohibit the use of Securities Act Form S-8 by shell companies and require shell companies to have specific and detailed information on file before being permitted to use Form S-8 when they become an operating business and cease being a shell company. We believe that only a small percentage of the 2,500 issuers that are small entities are shell companies. The amendments will affect only shell companies. Because a shell company may have significant assets consisting of cash and cash equivalents, it is not certain that all shell companies will be “small entities.”

D. Reporting, Record Keeping, and Other Compliance Requirements

The amendments impose additional disclosure requirements on shell companies by requiring them to provide additional business disclosure on Form 8-K in addition to currently required financial information. The amendments also require a company to report on Form 8-K

¹⁰⁹ 17 CFR 240.0-10(a).

when it becomes a shell company or when it ceases being a shell company (other than a business combination related shell company). Other than the additional disclosure requirements, the primary impact of the Form 8-K amendments relates to the timing of the filing. The amendments require foreign private issuers that are shell companies (other than business combination related shell companies) to file reports on Form 20-F that are substantially similar to the reports on Form 8-K required by shell companies that are not foreign private issuers. The amendments also require shell companies to mark check boxes on the cover sheet on Form 10-Q, Form 10-QSB, Form 10-K, Form 10-KSB, and Form 20-F. No other new reporting, record keeping or compliance requirements are imposed. The amendments prohibit shell companies from using Form S-8.

E. Agency Action to Minimize Effect on Small Entities

The Regulatory Flexibility Act directs us to consider significant alternatives that would accomplish the stated objectives, while minimizing any significant adverse impact on small businesses. In connection with the proposal, we considered the following alternatives:

- (1) establishment of differing compliance or reporting requirements or timetables that take into account the resources available to small entities;
- (2) clarification, consolidation, or simplification of compliance and reporting requirements for such small entities;
- (3) use of performance rather than design standards; and
- (4) an exemption from coverage of the amendments, or any part thereof, for small entities.

With respect to Alternative (1), the amendment to Form S-8 will prohibit shell companies from using the form. The amendments to Form 8-K will shorten the time within which shell

companies must file their required financial disclosures from 71 calendar days after the initial Form 8-K filing to four business days after completion of the transaction that causes them to cease being shell companies. It would be inappropriate to establish a more liberal compliance standard for small businesses given that the current standard applies to all public companies; it is the current delay in the filing of the required financial statements that permits and facilitates abuse by shell companies. The amendments will increase costs only to shell companies, not to all small entities, by requiring former shell companies, upon making a significant acquisition, to file a Form 8-K containing the information that would be required in an initial registration statement on Form 10 or Form 10-SB to register a class of its securities under Section 12 of the Exchange Act.

Most shell companies also will have to wait at least 60 days after ceasing to be a shell company and filing required information before using Form S-8 to register securities. Form S-8 is a registration statement used for employee benefit plans, and shell companies typically have few, if any, employees. Accordingly, the amendment does not impose any inappropriate burdens on small entities.

With regard to Alternative (2), the amendments are clear and concise. Prohibiting the use of Form S-8 by shell companies does not increase the disclosure required unless a shell company wants to offer employees securities pursuant to an employee benefit plan. If the shell company has employees and wants to offer them securities under an employee benefit plan, it will have to comply with the substantially increased disclosure requirements of Form SB-2, Form S-1, or Form F-1. We believe that most shell companies, given the limitations in the definition of shell company on operations and assets, will not need to offer securities to employees pursuant to employee benefit plans. The amendment to Form S-8 requires most former shell companies to

wait 60 days after ceasing to be a shell company and filing the required disclosure before becoming eligible to use Form S-8. During this 60-day period, the markets can absorb disclosure that has been provided by the newly merged operating company. This disclosure is comparable to that required of other reporting companies, including “small entities.” The amendment to Form 8-K requiring the filing of additional information within four business days increases the amount of disclosure required and accelerates the deadline for filing certain of this disclosure. We require certain information, which was not specifically required previously by Form 8-K, to be included for shell companies.

Alternatives (3) and (4) are not appropriate because the purpose of the amendments is to deter fraud. It would be difficult under Alternative (3) to design performance standards that would fulfill the Commission’s statutory mandate to ensure adequate disclosure about shell companies and subsequent business combinations in a prompt manner. Alternative (4) is inappropriate because it is likely that a substantial percentage of shell companies will be small entities. We note again that these amendments apply only to shell companies, which constitute only a small percentage of the total number of small entities. An exemption for small entities would not achieve the desired result.

VII. STATUTORY BASIS AND TEXT

The amendments are being adopted pursuant to Sections 6, 7, 8, 10, 19, and 28 of the Securities Act, Sections 3, 10, 12, 13, 15, and 23 of the Exchange Act, and Sections 3(a) and 302 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002.

List of Subjects

17 CFR Parts 230, 239, 240 and 249

Reporting and recordkeeping requirements, Securities.

TEXT OF AMENDMENTS

In accordance with the foregoing, Title 17, Chapter II of the Code of Federal Regulations is amended as follows:

PART 230 – GENERAL RULES AND REGULATIONS, SECURITIES ACT OF 1933

1. The authority citation for Part 230 continues to read in part as follows:

Authority: 15 U.S.C. 77b, 77c, 77d, 77f, 77g, 77h, 77j, 77r, 77s, 77z-3, 77sss, 78c, 78d, 78j, 78l, 78m, 78n, 78o, 78t, 78w, 78ll(d), 78mm, 79t, 80a-8, 80a-24, 80a-28, 80a-29, 80a-30, and 80a-37, unless otherwise noted.

2. Amend § 230.405 by adding the following definitions of Business combination related shell company and Shell company in alphabetical order to read as follows:

§ 230.405 Definitions of terms.

Business combination related shell company: The term business combination related shell company means a shell company (as defined in § 230.405) that is:

(1) Formed by an entity that is not a shell company solely for the purpose of changing the corporate domicile of that entity solely within the United States; or

(2) Formed by an entity that is not a shell company solely for the purpose of completing a business combination transaction (as defined in § 230.165(f)) among one or more entities other than the shell company, none of which is a shell company.

Shell company: The term shell company means a registrant, other than an asset-backed issuer as defined in Item 1101(b) of Regulation AB (§ 229.1101(b) of this chapter), that has:

- (1) No or nominal operations; and
- (2) Either:
 - (i) No or nominal assets;
 - (ii) Assets consisting solely of cash and cash equivalents; or
 - (iii) Assets consisting of any amount of cash and cash equivalents and nominal other assets.

NOTE: For purposes of this definition, the determination of a registrant's assets (including cash and cash equivalents) is based solely on the amount of assets that would be reflected on the registrant's balance sheet prepared in accordance with generally accepted accounting principles on the date of that determination.

PART 239 – FORMS PRESCRIBED UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933

3. The authority citation for part 239 continues to read in part as follows:

Authority: 15 U.S.C. 77f, 77g, 77h, 77j, 77s, 77z-2, 77sss, 78c, 78l, 78m, 78n, 78o(d), 78u-5, 78w(a), 78ll(d), 79e, 79f, 79g, 79j, 79l, 79m, 79n, 79q, 79t, 80a-8, 80a-24, 80a-26, 80a-29, 80a-30, and 80a-37, unless otherwise noted.

4. Amend § 239.16b by revising the introductory text of paragraph (a) to read as follows:

§ 239.16b Form S-8, for registration under the Securities Act of 1933 of securities to be offered to employees pursuant to employee benefit plans.

(a) Any registrant that, immediately prior to the time of filing a registration statement on this form, is subject to the requirement to file reports pursuant to section 13 (15 U.S.C. 78m) or 15(d) (15 U.S.C. 78o(d)) of the Securities Exchange Act of 1934; has filed all reports and other materials required to be filed by such requirements during the preceding 12 months (or for such shorter period that the registrant was required to file such reports and materials); is not a shell company (as defined in § 230.405 of this chapter) and has not been a shell company for at least 60 calendar days previously (subject to Instruction A.1.(a)(7) to Form S-8); and if it has been a shell company at any time previously, has filed current Form 10 information (as defined in Instruction A.1.(a)(6) to Form S-8) with the Commission at least 60 calendar days previously reflecting its status as an entity that is not a shell company (subject to Instruction A.1.(a)(7) to Form S-8), may use this form for registration under the Securities Act of 1933 (the Act) (15 U.S.C. 77a et seq.) of the following securities:

5. Amend Form S-8 (referenced in § 239.16b) by revising the introductory text to General Instruction A.1. and adding paragraphs (a)(6) and (a)(7) to General Instruction A.1., to read as follows:

Note – The text of Form S-8 does not, and this amendment will not, appear in the Code of Federal Regulations.

**FORM S-8
REGISTRATION STATEMENT UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933**

GENERAL INSTRUCTIONS

A. Rule as to Use of Form S-8

1. Any registrant that, immediately prior to the time of filing a registration statement on

this Form, is subject to the requirement to file reports pursuant to Section 13 (15 U.S.C. 78m) or 15(d) (15 U.S.C. 78o(d)) of the Securities Exchange Act of 1934 (“Exchange Act”); has filed all reports and other materials required to be filed by such requirements during the preceding 12 months (or for such shorter period that the registrant was required to file such reports and materials); is not a shell company (as defined in §230.405 of this chapter) and has not been a shell company for at least 60 calendar days previously (subject to the exception in paragraph (a)(7) of this Instruction A.1.); and if it has been a shell company at any time previously, has filed current Form 10 information with the Commission at least 60 calendar days previously reflecting its status as an entity that is not a shell company (subject to the exception in paragraph (a)(7) of this Instruction A.1.), may use this Form for registration under the Securities Act of 1933 (“Act”) (15 U.S.C. 77a et seq.) of the following securities:

(a) ***

(6) The term “Form 10 information” means the information that is required by Form 10, Form 10-SB, or Form 20-F (§ 249.210, § 249.210b, or § 249.220f of this chapter), as applicable to the registrant, to register under the Securities Exchange Act of 1934 each class of securities being registered using this form. A registrant may provide the Form 10 information in another Commission filing with respect to the registrant.

(7) Notwithstanding the last two clauses of the first paragraph of this Instruction A.1., a business combination related shell company may use this form immediately after it:

(i) Ceases to be a shell company; and

(ii) Files current Form 10 information with the Commission reflecting its status as an entity that is not a shell company.

PART 240 – GENERAL RULES AND REGULATIONS, SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934

6. The authority citation for Part 240 continues to read in part as follows:

Authority: 15 U.S.C. 77c, 77d, 77g, 77j, 77s, 77z-2, 77z-3, 77eee, 77ggg, 77nnn, 77sss, 77ttt, 78c, 78d, 78e, 78f, 78g, 78i, 78j, 78j-1, 78k, 78k-1, 78l, 78m, 78n, 78o, 78p, 78q, 78s, 78u-5, 78w, 78x, 78ll, 78mm, 79q, 79t, 80a-20, 80a-23, 80a-29, 80a-37, 80b-3, 80b-4, 80b-11, and 7201 et seq.; and 18 U.S.C. 1350, unless otherwise noted.

7. Amend § 240.12b-2 by adding the following definitions of Business combination related shell company and Shell company in alphabetical order and revising the definition of Succession to read as follows:

§ 240.12b-2 Definitions.

Business combination related shell company: The term business combination related shell company means a shell company (as defined in § 240.12b-2) that is:

- (1) Formed by an entity that is not a shell company solely for the purpose of changing the corporate domicile of that entity solely within the United States; or
- (2) Formed by an entity that is not a shell company solely for the purpose of completing a business combination transaction (as defined in § 230.165(f) of this chapter) among one or more entities other than the shell company, none of which is a shell company.

Shell company: The term shell company means a registrant, other than an asset-backed issuer as defined in Item 1101(b) of Regulation AB (§ 229.1101(b) of this chapter), that has:

- (1) No or nominal operations; and

(2) Either:

(i) No or nominal assets;

(ii) Assets consisting solely of cash and cash equivalents; or

(iii) Assets consisting of any amount of cash and cash equivalents and nominal other assets.

NOTE: For purposes of this definition, the determination of a registrant's assets (including cash and cash equivalents) is based solely on the amount of assets that would be reflected on the registrant's balance sheet prepared in accordance with generally accepted accounting principles on the date of that determination.

Succession: The term succession means the direct acquisition of the assets comprising a going business, whether by merger, consolidation, purchase, or other direct transfer; or the acquisition of control of a shell company in a transaction required to be reported on Form 8-K (§ 249.308 of this chapter) in compliance with Item 5.01 of that Form or on Form 20-F (§ 249.220f of this chapter) in compliance with Rule 13a-19 (§ 240.13a-19) or Rule 15d-19 (§ 240.15d-19). Except for an acquisition of control of a shell company, the term does not include the acquisition of control of a business unless followed by the direct acquisition of its assets. The terms succeed and successor have meanings correlative to the foregoing.

8. Amend § 240.13a-14, paragraph (a), to revise the text “§ 229.1101 of this chapter), must include certifications” to read “§ 229.1101 of this chapter) or a report on Form 20-F filed under § 240.13a-19, must include certifications”.

9. Add § 240.13a-19 to read as follows:

§ 240.13a-19 Reports by shell companies on Form 20-F.

Every foreign private issuer that was a shell company, other than a business combination related shell company, immediately before a transaction that causes it to cease to be a shell company shall, within four business days of completion of that transaction, file a report on Form 20-F (§ 249.220f of this chapter) containing the information that would be required if the issuer were filing a form for registration of securities on Form 20-F to register under the Act all classes of the issuer's securities subject to the reporting requirements of section 13 (15 U.S.C. 78m) or section 15(d) (15 U.S.C. 78o(d)) of the Act upon consummation of the transaction, with such information reflecting the registrant and its securities upon consummation of the transaction.

10. Amend § 240.15d-14, paragraph (a), to revise the text “§ 229.1101 of this chapter), must include certifications” to read “§ 229.1101 of this chapter) or a report on Form 20-F filed under § 240.15d-19, must include certifications”.

11. Add § 240.15d-19 to read as follows:

§ 240.15d-19 Reports by shell companies on Form 20-F.

Every foreign private issuer that was a shell company, other than a business combination related shell company, immediately before a transaction that causes it to cease to be a shell company shall, within four business days of completion of that transaction, file a report on Form 20-F (§ 249.220f of this chapter) containing the information that would be required if the issuer were filing a form for registration of securities on Form 20-F to register under the Act all classes of the issuer's securities subject to the reporting requirements of section 13 (15 U.S.C. 78m) or section 15(d) (15 U.S.C. 78o(d)) of the Act upon consummation of the transaction, with such information reflecting the registrant and its securities upon consummation of the transaction.

PART 249 – FORMS, SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934

12. The authority citation for Part 249 continues to read in part as follows:

Authority: 15 U. S. C. 78a et seq. and 7201 et seq.; and 18 U.S.C. 1350, unless otherwise noted.

13. Amend § 249.220f by:

a. Revising the section heading; and

b. Revising in paragraph (a) the text “(15 U.S.C. 77a et seq.) or as an annual or transition report filed under section 13(a) or 15(d) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78m(a) or 78o(d)).” to read “(15 U.S.C. 78a et seq.), as an annual or transition report filed under section 13(a) or 15(d) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78m(a) or 78o(d)), or as a shell company report required under Rule 13a-19 or Rule 15d-19 under the Exchange Act (§ 240.13a-19 or 240.15d-19 of this chapter).”

The revision reads as follows:

§ 249.220f Form 20-F, registration of securities of foreign private issuers pursuant to section 12(b) or (g), annual and transition reports pursuant to sections 13 and 15(d), and shell company reports required under Rule 13a-19 or 15d-19 (§ 240.13a-19 or § 240.15d-19 of this chapter).

14. Amend Form 20-F (referenced in § 249.220f) by:

a. Adding a check box on the cover page preceding the text “Commission file number”;

b. Adding a check box on the cover page preceding the text that begins “(APPLICABLE ONLY TO ISSUERS INVOLVED IN BANKRUPTCY PROCEEDINGS...)”;

c. Adding paragraph (d) to General Instruction A.;

- d. Designating the existing Instruction to Item 4.A.4 as “1”; and
- e. Adding Instruction 2 to Item 4.A.4.

The additions and revision read as follows:

Note – The text of Form 20-F does not, and this amendment will not, appear in the Code of Federal Regulations.

FORM 20-F

OR

- SHELL COMPANY REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934**

Date of event requiring this shell company report

If this is an annual report, indicate by check mark whether the registrant is a shell company (as defined in Rule 12b-2 of the Exchange Act). Yes No

GENERAL INSTRUCTIONS

A. Who May Use Form 20-F and When It Must be Filed.

(d) A foreign private issuer that was a shell company, other than a business combination related shell company, as those terms are defined in Rule 12b-2 under the Exchange Act (17 CFR 240.12b-2), immediately before a transaction that causes it to cease to be a shell company must file a report on this form in accordance with the requirements set forth in Rule 13a-19 or Rule 15d-19 under the Exchange Act (17 CFR 240.13a-19 and 240.15d-19). Issuers filing such reports shall provide all information required in, and follow all instructions of, Form 20-F relating to an Exchange Act registration statement of all classes of the registrant’s securities

subject to the reporting requirements of Section 13 (15 U.S.C. 78m) or Section 15(d) (15 U.S.C. 78o(d)) of such Act upon consummation of the transaction, with such information reflecting the registrant and its securities upon consummation of the transaction. Rule 12b-25 under the Exchange Act (17 CFR 240.12b-25) is not available to extend the due date of the report required under this subparagraph (d).

Instructions to Item 4.A.4:

1. ***

2. If you are filing a report under Rule 13a-19 or Rule 15d-19 under the Exchange Act (17 CFR 240.13a-19 or 240.15d-19), you must disclose the material terms of the transaction as a result of which you ceased to be a shell company and you should file as an exhibit under Item 4(a) of the Exhibits to Form 20-F any contracts relating to the transaction.

15. Amend Form 8-K (referenced in § 249.308) under the caption “Information to Be Included in the Report” by:

- a. Removing the word “and” at the end of Item 2.01(d);
- b. Removing the period at the end of Item 2.01(e)(2) and in its place adding “; and”;
- c. Adding paragraph (f) to Item 2.01;
- d. Removing the word “and” at the end of Item 5.01(a)(6);
- e. Removing the period at the end of Item 5.01(a)(7) and in its place adding “; and”;
- f. Adding paragraph (a)(8) to Item 5.01;
- g. Adding Item 5.06;
- h. Redesignating paragraph (c) of Item 9.01 as paragraph (d); and

- i. Adding new paragraph (c) to Item 9.01.

The additions read as follows:

Note – The text of Form 8-K does not, and this amendment will not, appear in the Code of Federal Regulations.

**FORM 8-K
CURRENT REPORT**

INFORMATION TO BE INCLUDED IN THE REPORT

Item 2.01 Completion of Acquisition or Disposition of Assets.

(f) If the registrant was a shell company, other than a business combination related shell company, as those terms are defined in Rule 12b-2 under the Exchange Act (17 CFR 240.12b-2), immediately before the transaction, the information that would be required if the registrant were filing a general form for registration of securities on Form 10 or Form 10-SB (17 CFR 249.210 or 17 CFR 249.210b), as applicable, under the Exchange Act reflecting all classes of the registrant's securities subject to the reporting requirements of Section 13 (15 U.S.C. 78m) or Section 15(d) (15 U.S.C. 78o(d)) of such Act upon consummation of the transaction, with such information reflecting the registrant and its securities upon consummation of the transaction. Notwithstanding General Instruction B.3. to Form 8-K, if any disclosure required by this Item 2.01(f) is previously reported, as that term is defined in Rule 12b-2 under the Exchange Act (17 CFR 240.12b-2), the registrant may identify the filing in which that disclosure is included instead of including that disclosure in this report.

Item 5.01 Changes in Control of Registrant.

(a) ***

(8) if the registrant was a shell company, other than a business combination related shell company, as those terms are defined in Rule 12b-2 under the Exchange Act (17 CFR 240.12b-2), immediately before the change in control, the information that would be required if the registrant were filing a general form for registration of securities on Form 10 or Form 10-SB (17 CFR 249.210 or 17 CFR 249.210b), as applicable, under the Exchange Act reflecting all classes of the registrant's securities subject to the reporting requirements of Section 13 (15 U.S.C. 78m) or Section 15(d) (15 U.S.C. 78o(d)) of such Act upon consummation of the change in control, with such information reflecting the registrant and its securities upon consummation of the transaction. Notwithstanding General Instruction B.3. to Form 8-K, if any disclosure required by this Item 5.01(a)(8) is previously reported, as that term is defined in Rule 12b-2 under the Exchange Act (17 CFR 240.12b-2), the registrant may identify the filing in which that disclosure is included instead of including that disclosure in this report.

Item 5.06 Change in Shell Company Status.

If a registrant that was a shell company, other than a business combination related shell company, as those terms are defined in Rule 12b-2 under the Exchange Act (17 CFR 240.12b-2), has completed a transaction that has the effect of causing it to cease being a shell company, as defined in Rule 12b-2, disclose the material terms of the transaction. Notwithstanding General Instruction B.3. to Form 8-K, if any disclosure required by this Item 5.06 is previously reported, as that term is defined in Rule 12b-2 under the Exchange Act (17 CFR 240.12b-2), the registrant may identify the filing in which that disclosure is included instead of including that disclosure in

this report.

Item 9.01 Financial Statements and Exhibits.

(c) Shell company transactions. The provisions of paragraph (a)(4) and (b)(2) of this Item shall not apply to the financial statements or pro forma financial information required to be filed under this Item with regard to any transaction required to be described in answer to Item 2.01 of this Form by a registrant that was a shell company, other than a business combination related shell company, as those terms are defined in Rule 12b-2 under the Exchange Act (17 CFR 240.12b-2), immediately before that transaction. Accordingly, with regard to any transaction required to be described in answer to Item 2.01 of this Form by a registrant that was a shell company, other than a business combination related shell company, immediately before that transaction, the financial statements and pro forma financial information required by this Item must be filed in the initial report. Notwithstanding General Instruction B.3. to Form 8-K, if any financial statement or any financial information required to be filed in the initial report by this Item 9.01(c) is previously reported, as that term is defined in Rule 12b-2 under the Exchange Act (17 CFR 240.12b-2), the registrant may identify the filing in which that disclosure is included instead of including that disclosure in the initial report.

16. Amend Form 10-Q (referenced in § 249.308a) by adding a check box on the cover page preceding the text that begins “APPLICABLE ONLY TO ISSUERS INVOLVED IN BANKRUPTCY PROCEEDINGS ...,” to read as follows:

Note – The text of Form 10-Q does not, and this amendment will not, appear in the Code of Federal Regulations.

FORM 10-Q

Indicate by check mark whether the registrant is a shell company (as defined in Rule 12b-2 of the Exchange Act). Yes No

17. Amend Form 10-QSB (referenced in § 249.308b) by adding a check box on the cover page preceding the text that begins “APPLICABLE ONLY TO ISSUERS INVOLVED IN BANKRUPTCY PROCEEDINGS ...,” to read as follows:

Note – The text of Form 10-QSB does not, and this amendment will not, appear in the Code of Federal Regulations.

FORM 10-QSB

Indicate by check mark whether the registrant is a shell company (as defined in Rule 12b-2 of the Exchange Act). Yes No

18. Amend Form 10-K (referenced in § 249.310) by adding a check box on the cover page preceding the text that begins “State the aggregate market value of the voting and non-voting common equity held by non-affiliates...,” to read as follows:

Note – The text of Form 10-K does not, and this amendment will not, appear in the Code of Federal Regulations.

FORM 10-K

Indicate by check mark whether the registrant is a shell company (as defined in Rule 12b-2 of the Exchange Act). Yes No

19. Amend Form 10-KSB (referenced in § 249.310b) by:

a. Adding a check box on the cover page preceding the text “State issuer’s revenues for its most recent fiscal year”; and

b. Removing the text “is not” in the sentence on the cover page that begins “Check if there is no disclosure of delinquent filers in response to Item 405 of Regulation S-B...”

The revision reads as follows:

Note – The text of Form 10-KSB does not, and this amendment will not, appear in the Code of Federal Regulations.

FORM 10-KSB

Indicate by check mark whether the registrant is a shell company (as defined in Rule 12b-2 of the Exchange Act). Yes No

By the Commission

J. Lynn Taylor
Assistant Secretary

July 15, 2005