



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
RELATÓRIO Nº 069/2019-CVM/SEP/GEA-4

ASSUNTO: Consulta de cia aberta - Processo CVM nº 19957.007323/2019-71

Senhor Gerente,

Trata-se de pedido, encaminhado por Natura Cosméticos SA ("Natura" ou "Companhia"), de dispensa da apresentação de laudos de avaliação do patrimônio a preços de mercado no âmbito da incorporação de Natura por Natura Holding SA ("Natura &Co"), que faz parte da reestruturação societária divulgada por meio do fato relevante de 22.05.2019.

HISTÓRICO

1. Em 24.07.2019, Natura encaminhou consulta à CVM nos seguintes principais termos:

a) em 22 de maio de 2019, foi divulgado fato relevante da Companhia ("Fato Relevante"), informando ao mercado que a Companhia havia celebrado, naquela data, contrato definitivo para adquirir 100% (cem por cento) do capital da Avon Products, Inc., sociedade constituída de acordo com as leis norte-americanas, atuante no mercado de cosméticos, higiene e produtos de beleza ("Transação"). O Fato Relevante foi complementado por meio de comunicado ao mercado divulgado em 27 de maio de 2019 ("Divulgação Complementar").

b) conforme descrito no Fato Relevante e na Divulgação Complementar, a conclusão da Transação está condicionada, entre outros, à conclusão de diversas reestruturações societárias, incluindo a incorporação de ações de emissão da Companhia pela Natura Holding S.A. (a ser futuramente denominada Natura &Co Holding S.A.), atualmente detida pelos fundadores da Companhia ("Natura &Co" e "Incorporação de Ações");

c) será utilizado o valor patrimonial contábil como critério de avaliação das ações de emissão da Companhia no âmbito da Incorporação de Ações, com base em laudo de avaliação a ser elaborado pelos auditores independentes da Companhia, e precedida dos seguintes passos:

- i. a Natura &Co será registrada como companhia aberta perante a CVM, com ações a serem listadas no segmento do Novo Mercado da B3 S.A. - Brasil, Bolsa e Balcão em São Paulo ("B3").

- ii. a Natura &Co também será registrada na Securities and Exchange Commission (“SEC”) e, após a consumação da Transação, terá American Depositary Shares evidenciadas por American Depositary Receipts (“ADRs”) listados na New York Stock Exchange (“NYSE”);
- iii. anteriormente à Incorporação de Ações, determinados acionistas controladores da Companhia contribuirão (i) as ações de emissão da Companhia de sua titularidade, correspondentes a no mínimo 50,5% do capital da Companhia; e (ii) quantia em dinheiro suficiente para que a Natura &Co possa recolher o imposto de renda a ser pago em função da reserva de patrimonial, de natureza semelhante a uma reserva de capital, a ser contabilizada como resultado de tal contribuição de ações, conforme detalhado no Fato Relevante e na Divulgação Complementar. Tal aumento de capital da Natura &Co culminará no recebimento, pelos referidos acionistas controladores, de ações de emissão da Natura &Co (“Contribuição dos Fundadores”). A Contribuição dos Fundadores será aprovada em assembleia geral extraordinária da Natura &Co (“AGE Contribuição”). O número de ações existentes da Natura &Co imediatamente após a Incorporação de Ações será equivalente ao número de ações de emissão da Natura de titularidade da Natura &Co;
- iv. conforme anunciado no Fato Relevante, a Companhia também pretende formar um comitê independente especial para negociar a relação de troca de ações no âmbito da Incorporação de Ações, em consonância com o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008.

d) desta forma, a totalidade das ações representativas do capital social da Natura &Co será, no momento imediatamente anterior à implementação da Incorporação de Ações, de titularidade dos acionistas integrantes do grupo de controle da Companhia acima referidos;

e) ressalte-se que a Natura &Co é uma sociedade holding pura sem quaisquer ativos ou operações. Assim, a Companhia acredita que o papel do Comitê Independente Especial será basicamente revisar a estruturação jurídica e contábil da Incorporação de Ações, para atestar que a quantia em dinheiro a ser aportada na Contribuição dos Fundadores corresponderá ao valor necessário para o recolhimento do imposto de renda a ser pago pela Natura &Co em decorrência da reserva patrimonial a ser contabilizada como resultado de tal contribuição de ações, e que portanto, imediatamente antes da Incorporação de Ações, a relação de troca de ações deverá considerar que não há outros ativos ou passivos a serem avaliados, além das ações de emissão da Companhia já transferidas pelos acionistas controladores fundadores;

f) nesse sentido, como resultado da Incorporação de Ações, e sujeito à definição pelo Comitê Independente Especial, a quem caberá a tutela dos interesses dos acionistas minoritários da Companhia, espera-se que cada acionista da Companhia receba uma quantidade de ações ordinárias da Natura &Co representativas de uma

participação no seu capital total e votante idêntica à participação detida por tal acionista na Companhia no momento imediatamente anterior à Incorporação de Ações, sem qualquer diluição ou alteração na sua participação societária direta ou indireta;

g) tendo em vista as características da Incorporação de Ações pretendida a Companhia entende que não se faz necessário o atendimento parcial às obrigações previstas na ICVM 565/15, no tocante à necessidade de que os laudos de avaliação dos patrimônios das sociedades envolvidas sejam feitos a preços de mercado, conforme estipulam os Artigos 8, inciso I da ICVM 565/15 e 264 da Lei nº 6.404/76;

h) não há que se falar em necessidade de tutela dos interesses dos acionistas minoritários da Companhia, já que a Incorporação de Ações será realizada sem que haja qualquer diluição ou alteração na participação societária direta ou indireta dos acionistas da Companhia. Com efeito, como resultado da Incorporação de Ações pretendida, os acionistas da Companhia permanecerão titulares da mesma participação no capital total e votante da Companhia, mas de forma indireta, através da sua participação na Natura &Co. A Natura &Co, por sua vez, será devidamente registrada como companhia aberta perante a CVM, com ações listadas no segmento do Novo Mercado da B3, tal qual a Companhia é atualmente;

i) além disso, convém lembrar que a Natura &Co é, e permanecerá até a data da Incorporação de Ações, uma sociedade holding pura sem quaisquer ativos ou operações. Após a Incorporação de Ações, a Natura &Co permanecerá uma sociedade holding, titular das ações de emissão da Companhia e da quantia em dinheiro correspondente ao valor necessário para o recolhimento do imposto de renda a ser pago em decorrência da reserva patrimonial a ser contabilizada. Portanto, não há outros ativos e passivos no patrimônio líquido cuja avaliação a preço de mercado poderia impactar a relação de troca indicada acima, sendo, portanto, completamente vazia de propósito prático ou jurídico;

j) a Companhia entende que o interesse dos acionistas minoritários da Companhia será adequadamente tutelado por meio da formação do Comitê Independente Especial.

k) como se sabe, a contratação de auditoria e elaboração de laudo de avaliação do patrimônio líquido da Companhia a preço de mercado seria um procedimento não só desnecessário, mas também bastante oneroso para a Companhia, gerando atrasos e custos adicionais para implementação da Transação - os quais conforme descrito acima não gerariam qualquer benefício à Companhia ou seus acionistas;

l) dessa forma, a Companhia solicita que seja concedida dispensa parcial ao atendimento da ICVM 565/15, no que diz respeito à necessidade de apresentar laudos de avaliação dos patrimônios das sociedades envolvidas utilizando como critério os preços de mercado;

m) a fim de reforçar o seu posicionamento, a Companhia destaca, ainda que existem diversos precedentes de consultas feitas a essa D.

CVM em que foram concedidas dispensas parciais ao atendimento à ICVM 565/15 em casos similares, conforme abaixo:

(a) RA/SEP/GEA-1/n.º 61/2015 (Brasil Brokers)

“Entretanto, como já reconhecido pelo Colegiado desta Comissão, existe a possibilidade de se conceder um tratamento diferenciado para as situações nas quais:

(i) inexistam interesses de acionistas minoritários da incorporadora que necessitem de proteção; e

(ii) exista um desequilíbrio evidente entre os custos de se cumprir com a aplicação integral das regras constantes na legislação societária e os benefícios oriundos do seu cumprimento.

Tal entendimento encontra-se em perfeita consonância com a lógica de aplicação do artigo 264 da Lei das Sociedades por Ações e com o bem jurídico tutelado pela norma, conforme entendimento pacífico da doutrina. Em verdade, a formalidade envolvida no cálculo da relação de substituição prevista no artigo 264 da Lei das Sociedades por Ações tem por única e fundamental razão proteger os acionistas não controladores contra atos abusivos e danosos do controlador por ocasião de um evento de incorporação, uma vez que, quando a operação se dá entre sociedades controladoras e controladas, não se verifica o caráter bilateral que assegura os interesses dos minoritários de ambas as companhias envolvidas, visto que o mesmo acionista controlador decide pelos dois lados da operação.” (datado 18.06.2015)

(b) Processo CVM nº RJ-2010-14667 (LLX Logística)

“A respeito do pedido de dispensa de elaboração de laudo nos termos do art. 264 da Lei nº 6.404/76, em vista das circunstâncias apontadas na Consulta, a operação em questão não parece se enquadrar nas hipóteses elencadas na citada Deliberação CVM nº 559/99, uma vez que (i) embora a Centennial não possua dispersão acionária (§ 2º, item "h"), a LLX possui free float de 46,11% (vide Figura I acima); e (ii) a Centennial, companhia que irá incorporar a parcela do patrimônio cindido, não é detentora de 100% do capital social da LLX, companhia a ser cindida.

No entanto, com base nos demais elementos trazidos na Consulta, verifica-se que, quanto à relação de troca prevista no inciso I do art. 224 da Lei nº 6.404/76, serão conferidas aos atuais acionistas da LLX ações de emissão da Centennial representando a mesma participação indireta detida na LLX Sudeste antes da cisão parcial da LLX. Ademais, segundo informado na Consulta, a totalidades das ações de emissão da Centennial são detidas pelos controladores da LLX não havendo, portanto, acionistas minoritários na Centennial a serem tutelados.

Desse modo, não há que se falar no cálculo das relações de substituição com base no valor do patrimônio líquido a preços de mercado previsto no art. 264 da Lei nº 6.404/76, para efeitos de comparação com a relação de troca estabelecida, pelo que, a meu ver, tal dispositivo não se aplica à presente situação, não se justificando qualquer atuação da CVM no sentido de exigir a elaboração dos laudos a preços de mercado, nos termos do citado artigo 264.” (julgado em 08.10.10)

(c) Processo nº 19957.007794/2016-37 (Klabin)

“Segundo o laudo de avaliação elaborado pela Apsis Consultoria e

Avaliações Ltda. com base em balanço patrimonial levantado em 31 de outubro de 2016, o patrimônio líquido total da Florestal Vale do Corisco Ltda. é de R\$ 1.041.617.952,98, dos quais R\$ 687.652.169,40 serão objeto de cisão parcial, cabendo R\$ 352.857.999,22 à Klabin e R\$ 334.794.170,17 à Arauco, respectivamente 51,31% e 48,69% em relação ao patrimônio líquido a ser cindido. O Ativo a ser cindido totaliza R\$ 901.001.424,48, dos quais R\$ 764.752.346,59 (84,88%) são florestas e R\$ 30.562.814,11 (3,39%) são outros ativos imobilizados utilizados no manejo florestal, que, somados, 7 totalizam 88,27% do Ativo total a ser cindido. Os demais itens mais relevantes do Ativo a ser cindido são aplicações financeiras, impostos a recuperar e tributos diferidos, que juntos totalizam 11,51% do Ativo a ser cindido. No lado do Passivo a ser cindido, a rubrica de maior destaque é a de tributos diferidos, que totaliza R\$ 211.464.592,43. A maior parte dos ativos e passivos da Vale do Corisco a serem cindidos e posteriormente incorporados pelas suas acionistas Klabin e Arauco são contabilizados a valor justo, e serão incorporados pelos seus respectivos saldos contábeis, sem provocar quaisquer ajustes ou diferenças contábeis nas demonstrações financeiras das companhias envolvidas. Além disso, a participação da Klabin no patrimônio líquido da Vale do Corisco é reconhecida nas demonstrações financeiras da Klabin por equivalência patrimonial, e a incorporação dos ativos e passivos a serem cindidos se dará respeitando a proporção que cada acionista detém no capital social da Vale do Corisco, a saber, 51% da Klabin e 49% da Arauco, o que, salvo melhor juízo, nos permitiria inferir que não há benefício indevido a um acionista em detrimento de outro, em relação à relação de proporcionalidade fixada em termos de participação no capital social da Vale do Corisco. Assim sendo, em tese, e, novamente, salvo melhor juízo, não observamos, com base na documentação disponível nos autos do presente processo, a existência de interesses de acionistas minoritários das incorporadoras (e, em especial, da Klabin) que necessitem de proteção, situação em que, a princípio, é possível conceder tratamento diferenciado no sentido de dispensar alguns requisitos legais, conforme jurisprudência já firmada pelo Colegiado da CVM.

Uma situação que poderia, em tese, suscitar a tutela e a atuação da CVM seria, por exemplo, a incorporação de ativos contabilizados pelo custo de aquisição que poderiam, em momento posterior, alcançar valores realizáveis de venda consideravelmente diferentes do valor contábil de incorporação, o que em tese poderia causar distorções na relação de proporcionalidade originalmente fixada pelos acionistas Klabin e Arauco na operação em tela, com eventual prejuízo para uma ou outra companhia. Entendemos que mesmo este risco está consideravelmente mitigado, uma vez que cerca de 90% dos ativos a serem cindidos são contabilizados pelo valor justo, que corresponde, por definição, ao preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração. Destaque-se também que, segundo afirmou a Companhia, inexistente vínculo de natureza societária ou contratual entre a Klabin e a Arauco em outros empreendimentos e que a operação não provocará qualquer impacto para os acionistas ou demonstrações financeiras da Companhia no que tange ao que dispõe o artigo 233 da Lei das S.A.

Assim sendo, em face do precedente citado referente ao Processo CVM nº RJ2015/9097 e das circunstâncias da operação em tela, conforme analisado nos parágrafos anteriores deste Relatório,

entendemos, salvo melhor juízo, que os requisitos para a dispensa da elaboração do laudo com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, nos termos do art. 264 da Lei nº 6.404/76, encontram-se presentes no presente caso, dado que (i) não há acionistas minoritários cujo interesse deva ser objeto de tutela e proteção por parte desta Autarquia; (ii) nem haverá relação de troca na operação, apenas substituição de ativos avaliados pelo seu valor contábil, já reconhecidos nas demonstrações financeiras da Companhia pelo método de equivalência patrimonial; (iii) a operação não acarretará em aumento de capital da Companhia; e (iv) haveria um desequilíbrio evidente entre os custos de se cumprir com a aplicação integral das regras constantes na legislação societária e os benefícios oriundos do seu cumprimento.” (julgado em 15.12.2016)

n) pelo exposto acima, a Companhia solicita que seja parcialmente concedida a dispensa da aplicação do procedimento previsto na ICVM 565/15, quanto à necessidade de apresentação de laudo de avaliação do patrimônio utilizando o critério de preços de mercado dos ativos da Companhia e da Natura &Co para fins da Incorporação de Ações, conforme pretendida na forma do Art. 8, inciso I, da ICVM 565/15.

ANÁLISE

Informações preliminares

2. Nos termos do fato relevante de 22.05.2019, a reestruturação societária engloba, em resumo, as seguintes etapas:

- a) Passo preparatório 1 - capitalização de lucros;
- b) Passo preparatório 2 - autorização dos reguladores de valores mobiliários e das bolsas de valores;
- c) Passo 1 - contribuição dos fundadores;
- d) Passo 2 - incorporação de ações da Natura; e
- e) Passo 3 - incorporações Avon.

3. O Passo preparatório 1 consiste na convocação e realização de uma Assembleia Geral Extraordinária (“AGE”) da Natura para aprovar a capitalização de até R\$ 1.336.293.000,00 em reservas de lucros, mediante bonificação em novas ações aos seus acionistas. O montante final de capitalização de lucros e o número de ações bonificadas a serem emitidas será proposto pelo Conselho de Administração e informado aos acionistas oportunamente.

4. O Passo preparatório 2 prevê o registro da Natura &Co como companhia aberta na Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e na Securities and Exchange Commission (“SEC”), com ações listadas no segmento do Novo Mercado e, após a consumação da Transação, com ADRs listadas na NYSE (sob um programa de ADR Nível II).

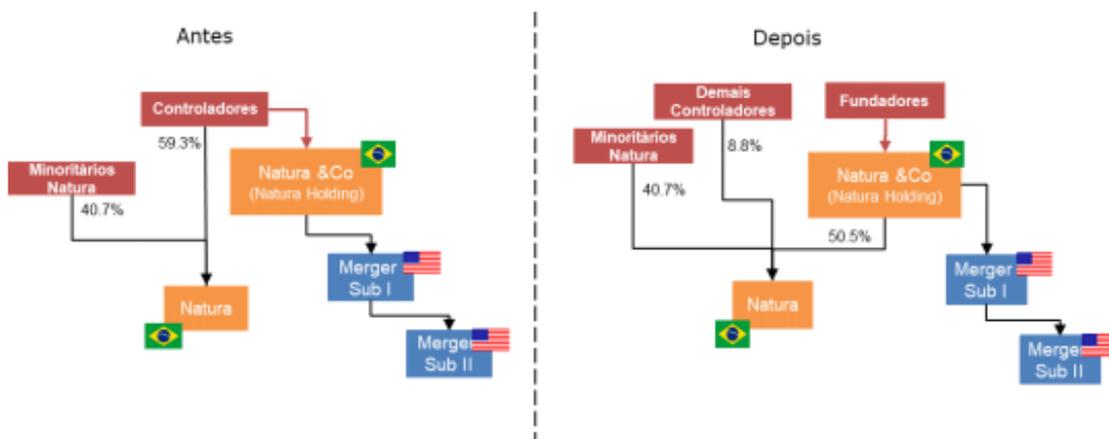
5. No Passo 1, os acionistas fundadores da Natura contribuirão em aumento de capital da Natura &Co um número de ações correspondente a aproximadamente 50,5% do capital da Natura e a quantia em dinheiro a ser utilizada para pagamento pela Natura &Co do imposto de renda a ser devido em

decorrência da reserva de capital a ser contabilizada como resultado de tal contribuição de ações, recebendo como contrapartida ações da Natura &Co (“Contribuição dos Fundadores”).

6. Sobre tal etapa, no âmbito do Processo CVM SEI nº 19957.006903/2019-41 (instaurado em virtude do Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco para análise da reestruturação societária), a Companhia esclareceu (0818621) que os acionistas fundadores da Natura farão uma contribuição de capital na Natura &Co em forma de ações, reconhecida pelo valor de suas declarações de bens, de acordo com legislação tributária vigente. Mantendo o alinhamento do patrimônio líquido da Natura &Co aos registros contábeis históricos do patrimônio da Natura, a diferença entre o valor patrimonial e o valor histórico das ações contribuído pelos controladores será registrada em uma reserva patrimonial especial, de natureza semelhante a uma reserva de capital. A constituição de reserva patrimonial especial pode vir a ser considerada como acréscimo patrimonial tributado por IRPJ na Natura &Co. Os fundadores aportarão capital em caixa no montante idêntico ao imposto a pagar, de forma a manter neutralidade de tal efeito para os acionistas minoritários. Na hipótese de outros acionistas controladores da Natura decidirem aderir ao Acordo de Voto e Apoio, eles também contribuirão suas ações da Natura para o capital da Natura &Co, conjuntamente e sob as mesmas condições da contribuição dos fundadores.

7. O número de ações existentes da Natura &Co imediatamente antes da Incorporação de Ações será equivalente ao número de ações da Natura detidas pela Natura &Co.

8. Imediatamente antes e após a eficácia do Passo 1, a estrutura societária simplificada será a seguinte (assumindo que apenas os fundadores irão participar na Contribuição dos Fundadores):



9. No Passo 2, todas as ações da Natura não detidas pela Natura &Co serão incorporadas pela Natura &Co, e a Natura se tornará uma subsidiária integral da Natura &Co.

10. A Natura pretende formar um Comitê Independente Especial para negociar a relação de troca de ações, em consonância com o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008.

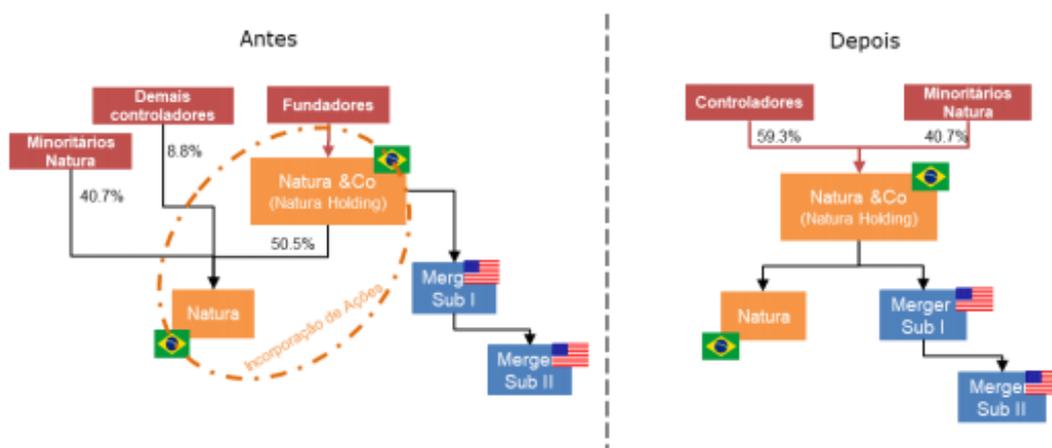
11. Não obstante, cabe ressaltar que, imediatamente antes da Incorporação das Ações, (i) os únicos ativos da Natura &Co serão as ações da Companhia e a quantia em dinheiro contribuída pelos acionistas fundadores a fim de ser utilizada pela Natura &Co para o pagamento do imposto de renda que

poderá ser devido sobre a reserva patrimonial especial da Natura &Co; e (ii) a Natura &Co não terá outros passivos além do potencial imposto pelo qual os fundadores terão contribuído a respectiva quantia em dinheiro.

12. Nesse sentido, no âmbito do Processo CVM SEI nº 19957.006903/2019-41 (0818621), a Companhia informou que acredita que o papel do Comitê Independente Especial será basicamente revisar a estruturação jurídica e contábil da Incorporação de Ações, para atestar que a quantia em dinheiro a ser aportada na contribuição dos fundadores corresponderá ao valor necessário para o recolhimento do imposto de renda a ser pago pela Natura &Co em decorrência da reserva patrimonial a ser contabilizada como resultado de tal contribuição de ações, e que portanto, imediatamente antes da Incorporação de Ações, a relação de troca de ações deverá considerar que não há outros ativos ou passivos a serem avaliados, além das ações de emissão da Companhia já transferidas pelos acionistas controladores fundadores.

13. Assim, espera-se que o Comitê Independente Especial recomende que cada ação da Natura seja substituída por uma ação da Natura &Co (relação de troca preliminar) de forma que cada acionista da Companhia seja detentor de uma quantidade de ações ordinárias da Natura &Co representativas de uma participação no seu capital total e votante idêntica à participação detida por tal acionista na Companhia no momento imediatamente anterior à Incorporação de Ações, sem qualquer diluição ou alteração na sua participação societária direta ou indireta.

14. Imediatamente antes e após a eficácia do Passo 2, a estrutura societária simplificada será a seguinte:

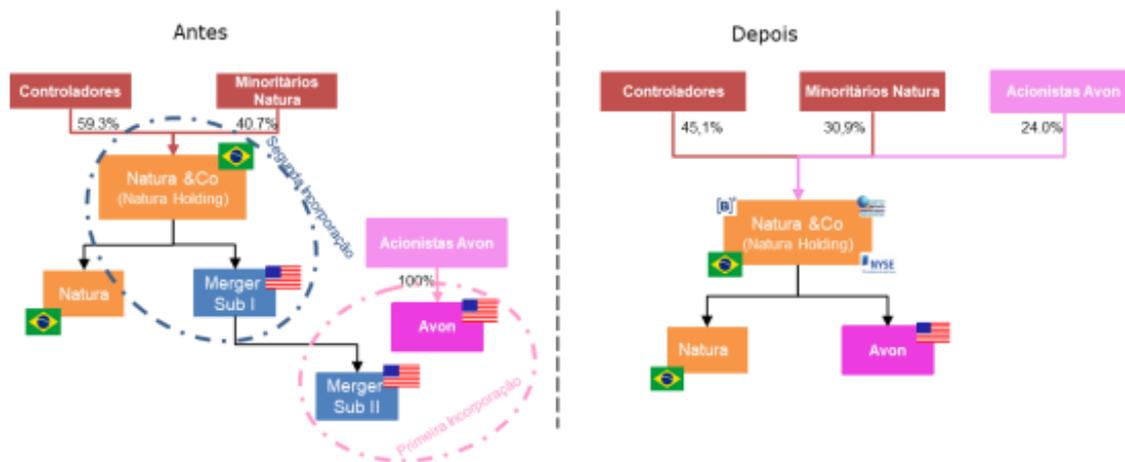


15. O Passo 3, por sua vez, diz respeito à incorporação de Merger Sub II por Avon e Merger Sub I por Natura &Co.

16. Como resultado dessas incorporações (que envolvem sociedades estrangeiras), a Avon tornar-se-á uma subsidiária integral da Natura &Co, e os acionistas da Avon receberão 0,300 ações da Natura & Co para cada ação ordinária em circulação da Avon, bem como as Ações Preferenciais da Série C da Avon deverão ser convertidas no direito de receber uma contrapartida em dinheiro no valor agregado de aproximadamente US\$ 530 milhões assumindo que o fechamento ocorra no começo de 2020 (corrigido nos termos do Contrato a depender da data de fechamento), e serão automaticamente canceladas.

17. Imediatamente antes e após a eficácia do Passo 3, a estrutura

societária simplificada será a seguinte:



Do pedido de dispensa do laudo a preços de mercado

18. Inicialmente, cabe ressaltar que o presente pedido de dispensa da elaboração do laudo a preços de mercado insere-se no Passo 2 da reestruturação societária acima descrita, qual seja, a operação de incorporação de ações de Natura por Natura &Co.

19. Ressalte-se que, em se tratando de uma reestruturação societária complexa, é importante que o pedido seja analisado não apenas do ponto de vista da legalidade da etapa em que se inclui, mas considerando os efeitos da transação como um todo.

20. Na visão da Companhia, a dispensa da elaboração do laudo a preços de mercado deveria ser concedida, visto que, em resumo:

a) não há que se falar em necessidade de tutela dos interesses dos acionistas minoritários da Companhia, já que a incorporação de ações será realizada sem que haja qualquer diluição ou alteração na participação societária direta ou indireta dos acionistas da Companhia;

b) como resultado da incorporação de ações, os acionistas da Companhia permanecerão titulares da mesma participação no capital total e votante da Companhia, mas de forma indireta, através da sua participação na Natura &Co;

c) a Natura &Co, por sua vez, será devidamente registrada como companhia aberta perante a CVM, com ações listadas no segmento do Novo Mercado da B3, tal qual a Companhia é atualmente;

d) Natura &Co é, e permanecerá até a data da incorporação de ações, uma sociedade holding pura sem quaisquer ativos ou operações;

e) após a incorporação de ações, a Natura &Co permanecerá uma sociedade holding, titular das ações de emissão da Companhia e da quantia em dinheiro correspondente ao valor necessário para o recolhimento do imposto de renda a ser pago em decorrência da reserva patrimonial a ser contabilizada. Portanto, não há outros ativos e passivos no patrimônio líquido cuja avaliação a preço de mercado poderia impactar a relação de troca indicada acima, sendo, portanto, completamente vazia de propósito prático ou jurídico;

f) a Companhia entende que o interesse dos acionistas minoritários da Companhia será adequadamente tutelado por meio da formação do Comitê Independente Especial; e

g) como se sabe, a contratação de auditoria e elaboração de laudo de avaliação do patrimônio líquido da Companhia a preço de mercado seria um procedimento não só desnecessário, mas também bastante oneroso para a Companhia, gerando atrasos e custos adicionais para implementação da transação.

21. A Companhia apresentou 3 casos, que, em sua opinião, seriam similares à situação em tela e em que foram concedidas dispensas parciais ao atendimento à Instrução CVM nº 565/15.

22. O primeiro caso citado pela Natura foi analisado no âmbito do Processo CVM n.º RJ-2015-3074, envolvendo Brasil Brokers. A operação envolvia a incorporação, pela Brasil Brokers Participações SA ("BB"), de diversas sociedades controladas, todas elas limitadas ou anônimas fechadas, cujas ações/quotas correspondentes a 99,99% do capital social são de sua propriedade.

23. O Colegiado da CVM decidiu que não seria justificável exigir, naquele caso, a elaboração dos laudos previstos no art. 264 da Lei 6.404, uma vez que (i) a participação ínfima dos minoritários no capital das controladas (0,01%), tornaria os custos de sua elaboração desproporcionais aos benefícios que seriam gerados; e (ii) não haveria modificação relevante no patrimônio líquido da BB, considerando que os patrimônios líquidos das incorporadas já estão 99,9% nele refletidos, em decorrência da aplicação do método da equivalência patrimonial.

24. O segundo caso trazido pela Natura foi analisado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2010-14667. Tratava-se de incorporação, por parte da Centennial Asset Participações Sudeste S.A. ("Centennial"), da parcela cindida da LLX Logística S.A. ("LLX") correspondente ao seu investimento na LLX Sudeste Operações Portuárias S.A. ("LLX Sudeste"), sendo que Centennial e LLX era companhias sob controle comum e detinham, respectivamente, 30% e 70% do capital social de LLX Sudeste.

25. Naquela ocasião o Colegiado, considerando que seriam conferidas aos acionistas da LLX ações de emissão da Centennial representando a mesma participação indireta detida na LLX Sudeste antes da cisão parcial da LLX e que a totalidade das ações de emissão da Centennial eram detidas pelos controladores da LLX, não havendo, portanto, acionistas minoritários na Centennial a serem tutelados, concluiu que, naquele caso, não se justificaria a atuação da CVM com o intuito de exigir a elaboração dos laudos a preços de mercado, nos termos do art. 264.

26. O último caso mencionado pela Natura foi analisado no âmbito do Processo CVM SEI nº 19957.007794/2016-37. A transação compreendia a cisão parcial de Florestal Vale do Corisco S.A., sociedade cujo capital social estava dividido entre a Klabin SA e a Arauco Forest Brasil S.A., respectivamente detentoras de 51% e 49% do capital social total e votante, que iriam incorporar as parcelas cindidas na proporção de suas participações.

27. O Colegiado da CVM, reconhecendo a (i) ausência de acionistas minoritários cujo interesse devesse ser objeto de tutela e proteção; (ii) ausência de relação de troca na operação, ocorrendo apenas substituição de ativos avaliados pelo seu valor contábil, já reconhecidos nas demonstrações financeiras da Companhia pelo método de equivalência patrimonial; (iii) não ocorrência de aumento de capital da Companhia; e (iv) existência de um desequilíbrio evidente

entre os custos de se cumprir com a aplicação integral das regras constantes na legislação societária e os benefícios oriundos do seu cumprimento, entendeu que os requisitos para a dispensa da elaboração do laudo com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, nos termos do art. 264 da Lei nº 6.404/76, encontravam-se presentes naquele caso.

28. Além desses, podemos citar outros casos similares mais recentes:

a) 19957.006857/2017-19 (deliberado em 03/10/2017) - consulta formulada por Gerdau S.A. solicitando (i) dispensa da elaboração do laudo de avaliação a preços de mercado previsto no artigo 264 da Lei nº 6.404/1976, e alternativamente, (ii) autorização para utilizar o critério de patrimônio contábil para o referido laudo na incorporação de suas controladas Gerdau Aços Especiais S.A. e Gerdau América Latina Participações S.A., sociedades anônimas de capital fechado, nas quais era titular, respectivamente, de 99,55% e 99,12% das ações representativas do capital social. A SEP identificou que as seguintes características principais na operação, a saber: (i) a diminuta participação dos acionistas não controladores no capital social das companhias fechadas a serem incorporadas; (ii) o elevado custo da realização da avaliação dos patrimônios segundo os critérios legais, em comparação com o valor da Operação; e (iii) a pequena diluição a que serão submetidos os acionistas da companhia aberta. A SEP concluiu que, embora nesse caso, a relação de troca da incorporação não tenha sido estabelecida com base em critérios diversos daqueles propostos para fins do art. 264, não se justificaria a atuação da CVM para exigir a elaboração de laudo nos termos do Lei nº 6.404/1976. O Colegiado deliberou, por unanimidade, acompanhar o entendimento da área técnica;

b) 19957.010381/2017-11 (deliberado em 12/12/2017) - consulta encaminhada pela ALIANSCE SHOPPING CENTERS S.A. sobre dispensa do laudo do valor de patrimônio líquido avaliado a preços de mercado para fins de incorporação de ativos oriundos de cisão parcial de controlada, previsto no artigo 264 da Lei nº 6.404/1976. O Colegiado deferiu o pedido, concordando com a SEP que naquele caso não havia que se falar em acionistas minoritários dissidentes da sociedade cindida cujos ativos serão incorporados nem em exercício do direito de recesso pelo critério que lhes for mais vantajoso. Além disso, no caso em tela, não haveria aumento do capital social da Companhia, nem alteração de participação de seus acionistas no capital social, não restando, considerando-se os fatos de que se tinha conhecimento naquela data, acionistas minoritários que necessitassem de proteção;

c) 19957.000175/2018-83 (deliberado em 27/03/2018) - pedido formulado por WLM Participações e Comércio de Máquinas e Veículos S.A., com fulcro na Deliberação CVM 559/2008, de dispensa de elaboração do art. 264 da Lei nº 6.404/76 no âmbito do processo de incorporação, pela Companhia, de sociedades controladas. A SEP ressaltou inicialmente que as incorporações pretendidas não estariam abrangidas nas hipóteses previstas na Deliberação CVM nº 559/2008, pois as Controladas não eram subsidiárias integrais. A SEP

observou que não haveria minoritários a serem tutelados no caso concreto, razão pela qual entendeu que não seria aplicável a exigência de elaboração de laudo prevista no art. 264 da Lei 6.404. O Colegiado deliberou que não se aplicaria ao caso concreto a exigência de elaboração de laudo prevista no art. 264 da Lei nº6.404/76; e

d)19957.009641/2018-96 (12.03.2019) - consulta formulada por BR Properties S.A. em que solicita dispensa de elaboração dos laudos de avaliação, conforme disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/76 na operação de incorporação de cinquenta por cento do patrimônio da sociedade controlada ESA SPE Empreendimentos e Participações Ltda, cujo capital social é igualmente dividido entre a BR Properties e a Lecrec Participações Ltda. A transação consistia na substituição de ativos avaliados pelo seu valor contábil, de modo que a BR Properties, atualmente titular de 50% do capital votante e total da ESA, receberia 50% do patrimônio (conjunto de bens, direitos e obrigações) da referida sociedade, incluindo a fração ideal de 50% do bem imóvel que corresponde ao seu principal ativo. A área técnica entendeu que não se justificaria a atuação da CVM no caso concreto, no sentido de exigir a elaboração dos laudos previstos no art. 264 da Lei nº 6404/76. O Colegiado, por unanimidade, acompanhou a manifestação da área técnica.

29. O artigo 264 da Lei nº 6.404/76 prevê que "na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas".

30. A Instrução CVM nº 565/15, por sua vez, regulamentou o referido dispositivo legal, conforme abaixo transcrito:

"Art. 8º Os laudos de avaliação elaborados para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, podem utilizar um dos seguintes critérios:

I - valor de patrimônio líquido a preços de mercado; ou

II - fluxo de caixa descontado.

§ 1º O critério previsto no inciso II somente pode ser utilizado para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, se não tiver sido utilizados como critério determinante para estabelecer a relação de substituição proposta.

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

§ 3º A CVM pode autorizar, caso a caso e desde que os pedidos sejam devidamente justificados, outros critérios para elaboração dos laudos de avaliação exigidos para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976."

31. O citado art. 264, conforme reiterado em diversas decisões do Colegiado da CVM, tem como um de seus objetivos a divulgação de uma informação adicional para subsidiar a decisão dos acionistas quanto às condições de uma operação que envolve sociedade controladora e controlada. Em uma operação entre sociedade controladora e controlada, não existem duas maiorias distintas a decidir pela operação, já que o controlador poderá aprovar a transação

na assembleia das duas sociedades. Nesse sentido, essa informação nova, qual seja, a relação de troca com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada a preços de mercado, serviria como base de comparação e para aferição da equidade da relação de substituição proposta na operação.

32. Por outro lado, o referido artigo oferece uma alternativa para o eventual exercício do direito de recesso, na medida em que, "se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado".

33. No caso concreto, como já comentado, os Passos 1 e 2 da operação, em especial, devem ser analisados em conjunto, ainda que, cada etapa da reestruturação deva, em princípio, observar a forma prescrita em lei.

34. No Passo 1, os controladores farão aporte de quantia em dinheiro que, segundo informado pela Companhia, corresponde ao valor necessário para o recolhimento do imposto de renda a ser pago em decorrência da reserva patrimonial a ser contabilizada em função da contribuição dos acionistas fundadores, de forma que, no momento imediatamente anterior à incorporação de ações da Natura pela Natura &Co, em essência, o único ativo da sociedade holding será ações representativas de aproximadamente 50,5% do capital de Natura (desconsiderando o valor de caixa que se compensa com o passivo tributário). Nesse cenário, os diferentes critérios a serem eventualmente adotados em avaliações elaboradas para fins comparativos, deveriam, em meu entendimento, ser aplicados de forma consistente nas duas sociedades, de modo que, em qualquer hipótese, a avaliação da sociedade operacional refletiria proporcionalmente na sociedade holding, resultando na mesma relação de troca.

35. No caso em tela, será utilizado o valor patrimonial contábil como critério de avaliação das ações de emissão da Companhia no âmbito da incorporação de ações, com base em laudo de avaliação a ser elaborado pelos auditores independentes da Companhia. A relação de troca proposta seria de 1 ação de emissão de Natura para 1 ação de emissão de Natura &Co e o número de ações existentes da Natura &Co imediatamente após a incorporação de ações será equivalente ao número de ações de emissão da Natura de titularidade da Natura &Co, de maneira que os acionistas de Natura manterão suas participações acionárias no negócio, não havendo que se falar em diluição. Esses elementos indicam, em nosso entendimento, que a exigência de elaboração de laudos adicionais não se coaduna com os objetivos do referido art. 264.

36. Mesmo diante dessa situação, a Companhia se propõe a formar um Comitê Independente Especial cujo o papel seria de basicamente revisar a estruturação jurídica e contábil da incorporação de ações, para atestar que a quantia em dinheiro a ser aportada na contribuição dos fundadores corresponderá ao valor necessário para o recolhimento do imposto de renda a ser pago pela Natura &Co em decorrência da reserva patrimonial a ser contabilizada como resultado de tal contribuição de ações, e que portanto, imediatamente antes da incorporação de ações, a relação de troca de ações deverá considerar que não há outros ativos ou passivos a serem avaliados, além das ações de emissão da Companhia já transferidas pelos acionistas controladores fundadores.

37. Ao final dos Passos 1 e 2, a totalidade dos acionistas de Natura migrará

para a sociedade holding (Natura &Co) com base na mesma relação de troca, ainda que isso ocorra em duas etapas separadas (Passo 1, no caso dos acionistas fundadores e demais controladores, se assim desejarem, e Passo 2, para os demais acionistas). Conforme explicitado pela Companhia, o efeito prático da incorporação de ações da Natura por Natura &Co é que os acionistas trocarão uma participação direta na Natura por uma participação indireta, por meio da Natura &Co.

38. Ademais, deve-se considerar que a Natura &Co será companhia aberta registrada na CVM com ações listadas no segmento do Novo Mercado da B3, tal qual a Companhia é atualmente e que o laudo a preços de mercado imporia à transação um custo relevante, segundo informado pela Natura.

39. Cabe mencionar, ainda, que os acionistas dissidentes na AGE de aprovação da incorporação de ações terão direito de retirada com base no valor patrimonial contábil da Natura. Se considerarmos as informações do 3º ITR/2019, este valor (aproximadamente R\$6,34) seria substancialmente inferior ao valor de mercado das ações (em torno de R\$65 em 13.08.2019), devendo-se levar em conta também que o papel tem liquidez considerável.

40. Ressalte-se que a alteração nas participações dos acionistas de Natura ocorrerá, em realidade, na última etapa da transação (Passo 3), quando os acionistas de Avon migrarem para Natura &Co, e que essa relação de troca (e, conseqüentemente, a diluição dos acionistas originais de Natura) é fruto de uma negociação entre partes independentes, bem como que os acionistas controladores da Natura serão afetados da mesma forma que os acionistas não controladores.

41. Assim, apesar de caso em tela não ser idêntico aos 3 precedentes acima citados, entendo que na presente situação (i) inexistem interesses de acionistas minoritários da incorporada que possam ser afetados pela eventual produção e divulgação de laudos de avaliação a preços de mercado; e (ii) existe um desequilíbrio entre os custos de se elaborar os laudos previstos no art. 264 e os benefícios oriundos de seu cumprimento.

42. Nesse sentido, com base nas informações trazidas pela Companhia em sua consulta e nas demais informações prestadas por meio dos fatos relevantes e da resposta apresentada no âmbito do Processo CVM SEI nº 19957.006903/2019-41 (instaurado em virtude do Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco para análise da reestruturação societária), entendo que não se justificaria a exigência de elaboração dos laudos a preços de mercado de que trata do art. 264 da Lei nº 6.404/76 no caso concreto.

CONCLUSÃO

43. Conforme acima exposto, considerando a inexistência de interesses de acionistas minoritários da incorporada que possam ser afetados pela eventual produção e divulgação de laudos de avaliação a preços de mercado, bem como os custos de se elaborar tais laudos vis-à-vis os benefícios oriundos de seu cumprimento, não se justificaria, a meu ver, a exigência de elaboração dos laudos a preços de mercado de que trata do art. 264 da Lei nº 6.404/76 na incorporação de ações de Natura por Natura &Co.

44. Nesse sentido, proponho o envio do presente processo ao Superintendente Geral (SGE), para apreciação pelo Colegiado da CVM, da consulta protocolada pela Natura.

Atenciosamente,

JULIANA VICENTE BENTO

Analista

De acordo,

À SEP,

JORGE LUÍS DA ROCHA ANDRADE

Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

De acordo,

À SGE, colocando-nos à disposição para relatar o caso.

FERNANDO SOARES VIEIRA

Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

À EXE, para as providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Jorge Luís da Rocha Andrade, Gerente**, em 21/08/2019, às 12:53, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Juliana Vicente Bento, Analista**, em 21/08/2019, às 16:09, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 21/08/2019, às 16:19, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 22/08/2019, às 13:16, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0819140** e o código CRC **97BEFC4E**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0819140** and the "Código CRC" **97BEFC4E**.*
