COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO Nº 106/2020-CVM/SEP/GEA-3

Assunto: Consulta sobre dispensa de elaboração de laudo de avaliação exigido pelo artigo 264 da Lei n° 6.404/76
Consórcio Alfa de Administração S.A. e Alfa Holdings S.A.
Processo n° 19957.006770/2020-47

Senhor Gerente,

Trata-se de consulta encaminhada pelo Consórcio Alfa de Administração S.A. ("CAA") e Alfa Holdings S.A. ("AH" e, em conjunto com o CAA, "Companhias"), em 01.10.2020, solicitando a dispensa de elaboração de laudo de avaliação exigido pelo artigo 264 da Lei n° 6.404/76 ("Laudo 264"), na operação de incorporação de ativos oriundos de cisão parcial da Metro Tecnologia e Serviços LTDA ("Metro Tecnologia"), subsidiária integral em conjunto das Companhias.

HISTÓRICO

2. Em 01.01.2020, as Companhias protocolizaram consulta na CVM nos seguintes principais termos (1110132):

a. "atualmente, CAA e AH detêm, respectivamente, 59.758.740 (cinquenta e nove milhões, setecentas e cinquenta e oito mil, setecentas e quarenta) e 58.241.260 (cinquenta e oito milhões, duzentas e quarenta e um mil, duzentas e sessenta) quotas, representativas de 50,643% e 49,357% do capital social da METRO TECNOLOGIA E SERVIÇOS LTDA. (...)";

b. "a Metro Tecnologia, por sua vez, é titular da totalidade do capital social da REALPLAN SECURITIES INC., companhia constituída e existente de acordo com as Leis das Ilhas Cayman (...)";

c. "as Holdings desejam implementar a Operação para viabilizar a segregação das atividades operacionais da Metro Tecnologia (relacionadas em grande parte à prestação de serviços especializados de gestão, assistência técnica, consultoria empresarial especializada e desenvolvimento de sistemas) da gestão de participações societárias por ela detidas, como é o caso da RealPlan, sua subsidiária integral não operacional";

d. "a Operação pretendida tem como finalidade a otimização dos recursos humanos, tecnológicos e operacionais da Metro Tecnologia, que poderão ser integralmente destinados às atividades operacionais da sociedade, em detrimento da administração direta de participações, cujo ônus será transferido proporcionalmente às Holdings";

e. "a parcela cindida da Metro Tecnologia, a ser incorporada proporcionalmente às participações detidas pelas Holdings na referida sociedade, será composta

por 19.469.369 (dezenove milhões, quatrocentas e sessenta e nove mil, trezentas e sessenta e nove) ações de emissão da RealPlan, representativas de 100% do seu capital social (“Parcela Cindida”)";

f. "com base nas demonstrações contábeis de 30 de junho de 2020 da Metro Tecnologia, a Parcela Cindida - composta pelas ações de emissão da RealPlan - corresponde a 42,197 % do patrimônio líquido da Metro Tecnologia e tem um valor patrimonial total de R$ 110.406.506,80 (cento e dez milhões, quatrocentos e seis mil, quinhentos e seis reais e oitenta centavos), cabendo (i) R$ 55.913.167,24 (cinquenta e cinco milhões, novecentos e treze mil, cento e sessenta e sete reais e vinte e quatro centavos), correspondente a 50,643%, ao CAA e (ii) R$ 54.493.339,56 (cinquenta e quatro milhões, quatrocentos e noventa e três mil trezentos e trinta e nove reais e cinquenta e seis centavos), correspondente a 49,357% , à AHH";

g. "diante disso, reforça-se que as Holdings detêm 100% do capital social da Metro Tecnologia e que inexistem, portanto, quotistas e/ou acionistas minoritários envolvidos em relação à Metro Tecnologia e em relação à RealPlan";

h. "em decorrência do Método da Equivalência Patrimonial (“MEP”), o valor patrimonial da Metro Tecnologia (e, indiretamente, da RealPlan) já está refletido no patrimônio líquido das Holdings. Desse modo, a Operação não levará a qualquer incremento dos patrimônios das Holdings e, consequentemente, à necessidade de refletir tal incremento nos respectivos capitais sociais - por meio de aumento do valor patrimonial das ações e/ou da emissão de novas ações";

i. "no que se refere aos aspectos contábeis, também em decorrência do MEP, a Operação levará a uma mera alteração na composição das contas de Investimentos, no ativo de cada uma das Holdings. Em outros termos, a parte da Parcela Cindida, incorporada por cada uma das Holdings no âmbito da Operação, passará a compor a conta de Investimentos no Balanço Patrimonial de cada uma das Holdings e, em paralelo, o mesmo valor será reduzido do valor referente ao investimento de cada uma na Metro Tecnologia. Conforme entendimento da Gerência de Acompanhamento de Empresas 4 (“GEA-4”), ocorrerá “(...)apenas substituição de ativos avaliados pelo seu valor contábil, já reconhecidos nas demonstrações financeiras da Companhia pelo método de equivalência patrimonial”;

j. "considerando a ausência de acionistas minoritários e de relação de substituição, conforme evidenciado nos itens 1.8 e seguintes deste Requerimento, a obrigação de elaboração de laudo de avaliação do patrimônio líquido das controladoras – no caso, as Holdings – perderá a sua finalidade. Em não havendo a emissão de novas ações, como no caso concreto, a comparação e a relação de troca, tratadas pelo caput artigo 264 da LSA , perdem seu objeto";

k. "as afirmações acima se devem aos fatos de que (i) a relação de substituição de ações será inexistente pois a Metro Tecnologia não tem sócios minoritários eventualmente sujeitos a diluição e/ou outras formas de prejuízo e (ii) nas Holdings, por sua vez, será verificada a redução do valor patrimonial das quotas de emissão da Metro Tecnologia - ou a redução da quantidade das referidas quotas -, em contrapartida ao recebimento de ações de emissão da RealPlan. Trata-se, portanto, de operação de “soma zero”;

l. "o que se busca, portanto, é a possibilidade de elaborar o laudo de avaliação

da Parcela Cindida com base no Patrimônio Líquido Contábil da Metro Tecnologia";

m. "considerando o exposto, bem como o fato de que a elaboração dos laudos de avaliação, nos termos dos artigos 264 da LSA e 8º, inciso I, da ICVM 565, corresponderá a um procedimento extremamente custoso – para as sociedades envolvidas e, indiretamente, para os acionistas das Holdings – e demorado, sem qualquer contrapartida que justifique esforço neste sentido, há elementos suficientes para justificar a dispensa da elaboração dos laudos de avaliação das Holdings e para a avaliação do Patrimônio Líquido Contábil da Metro Tecnologia e, assim, da Parcela Cindida";

n. "a Jurisprudência desta D. CVM corrobora com o entendimento supra, estando consolidada no sentido de (i) conceder a dispensa da elaboração dos laudos de avaliação das incorporadoras – no caso, as Holdings – e (ii) autorizar a utilização do critério contábil para avaliação da Parcela Cindida (...)"; e

o. "assim, em razão dos fatos e fundamentos expostos acima, as Holdings vêm, respeitosamente, nos termos do §3º do artigo 8º da ICVM 565, requerer:

   i. no âmbito da Operação, a autorização para que seja elaborado laudo de avaliação do Patrimônio Líquido Contábil da Metro Tecnologia e, assim, da Parcela Cindida; e

   ii. a dispensa da elaboração dos laudos de avaliação dos seus respectivos patrimônios, na qualidade de controladoras da Metro Tecnologia, conforme exigido nos termos do caput do artigo 264 da LSA".

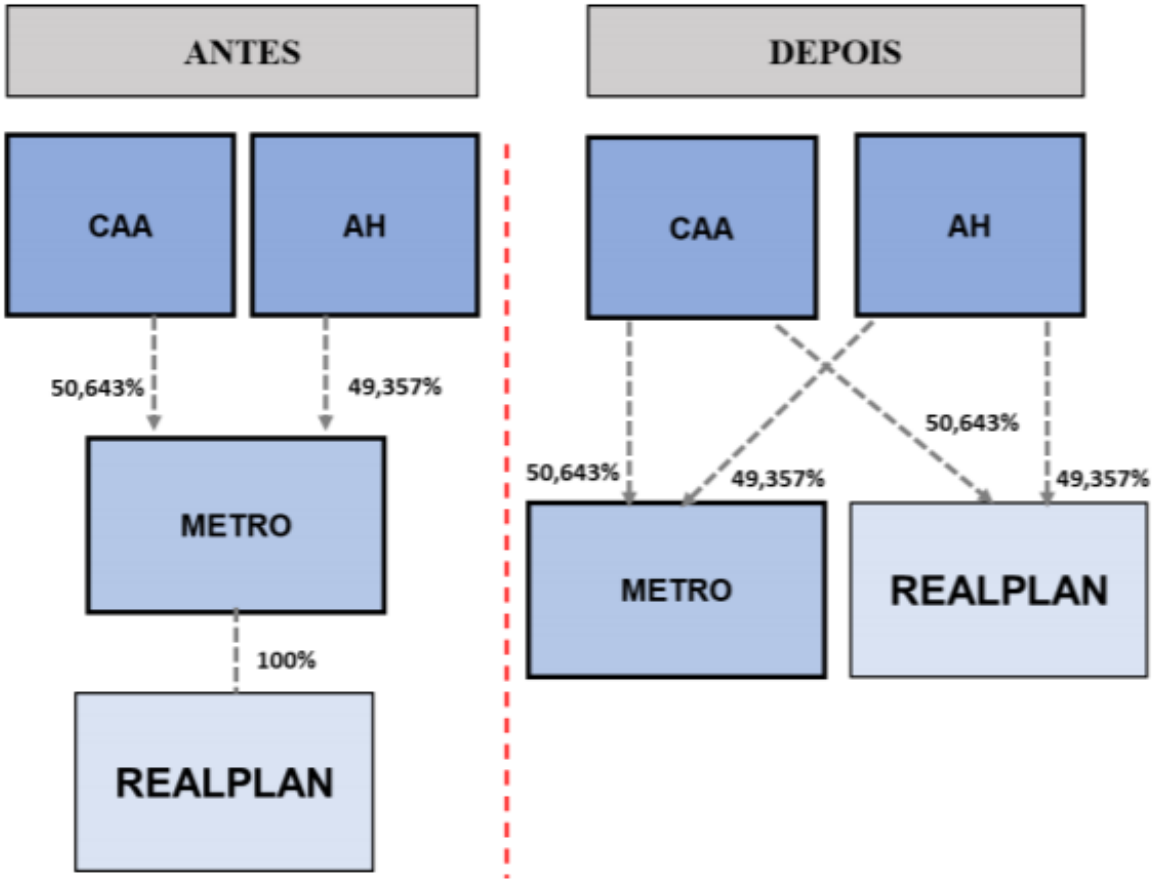
ANÁLISE

3. O presente processo foi instaurado com o objetivo de analisar consulta de dispensa de elaboração do laudo previsto no art. 264 da Lei nº 6.404/76.

4. No caso concreto, a CAA e a AH desejam implementar a cisão parcial da Metro Tecnologia e Serviços LTDA, com a incorporação da parcela cindida pelas Companhias, na mesma proporção em que cada uma delas participam (e continuarão a participar) do capital da Metro Tecnologia.

5. A parcela cindida se refere a REALPLAN SECURITIES INC. ("Realplan"), que é uma subsidiária integral da Metro Tecnologia.

6. A figura abaixo demonstra os efeitos da operação em tela:



7. Como podemos verificar, atualmente a CAA e a AH detêm 100% da Metro Tecnologia que, por sua vez, também detém 100% da Realplan. Após a cisão parcial da Metro Tecnologia e a incorporação dessa parcela cindida pelas Companhias, ambas continuarão a deter 100% da Metro e da Realplan, porém, o controle da Realplan passará a ser direto, e não mais por meio da Metro Tecnologia.

8. A meu ver, podemos considerar a operação em tela, para fins de elaboração do Laudo 264, equivalente a uma incorporação de uma subsidiária integral das Companhias, uma vez que a parcela cindida que lhe será vertida não acarretará emissão de ações para nenhuma das companhias, já que cada uma irá incorporar parcela proporcional da Metro Tecnologia.

9. 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".

10. 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.

11. 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.

12. 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".

13. Assim, conforme reconhecido pelo Colegiado da CVM em diversas ocasiões, existe a possibilidade de concessão de um tratamento diferenciado para as situações nas quais:

   i. não há acionistas minoritários na companhia incorporada;

   ii. não há interesses de acionistas minoritários da companhia incorporadora que necessitem de proteção; e

   iii. 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.

14. Adicionalmente as Companhias solicitaram também que fosse utilizado laudo de avaliação do Patrimônio Líquido Contábil da Metro Tecnologia.

15. Nesse sentido, vale esclarecer que a participação das Companhias na Metro Tecnologia (e por consequência na Realplan) é reconhecida nas demonstrações financeiras da Klabin por equivalência patrimonial. Como a incorporação da parcela cindida (Realplan) se dará respeitando a proporção que cada acionista detém no capital social da Metro Tecnologia, entendo não existir benefício indevido a um acionista em detrimento de outro.

16. Como ressaltado pela Companhia, "no que se refere aos aspectos contábeis, também em decorrência do MEP, a Operação levará a uma mera alteração na composição das contas de Investimentos, no ativo de cada uma das Holdings. Em outros termos, a parte da Parcela Cindida, incorporada por cada uma das Holdings no âmbito da Operação, passará a compor a conta de Investimentos no Balanço Patrimonial de cada uma das Holdings e, em paralelo, o mesmo valor será reduzido do valor referente ao investimento de cada uma na Metro Tecnologia".

17. Por fim, vale citar ainda que o Colegiado da CVM já analisou caso parecido com o presente, no âmbito do Processo CVM nº 19957.007794/2016-37. No referido processo foi analisada operação que compreendia a cisão parcial de Florestal Vale do Corisco S.A., sociedade cujo capital social estava dividido entre a Klabin S.A. 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.

18. À época, o Colegiado da CVM entendeu não haver óbice quanto a dispensa da elaboração de laudo com base no valor do patrimônio líquido das ações.

19. Diante de todo o exposto, considerando principalmente que: (i) não há relação de troca na operação, apenas substituição de ativos avaliados pelo seu valor contábil; (ii) não há acionistas minoritários na companhia incorporada; (iii) não há interesses de acionistas minoritários da companhia incorporadora que necessitem de proteção, e (iv) as semelhanças com o caso analisado no âmbito do Processo CVM nº 19957.007794/2016-37, entendemos que não se justificaria a atuação da CVM no sentido de exigir a elaboração dos laudos previstos no art. 264 da Lei nº 6404/76.

CONCLUSÃO

20. Pelo exposto, propomos o envio do presente processo ao Colegiado, por intermédio da Superintendência Geral desta Autarquia, para apreciação da consulta formulada pelo Consórcio Alfa de Administração S.A. e Alfa Holdings S.A., estando a SEP à disposição para relatar o caso na reunião que deliberar sobre o assunto.

Atenciosamente,

Rafael da Cruz Peixoto

Analista

De acordo,

À SEP,

Gustavo dos Santos Mulé

Gerente de Acompanhamento de Empresas 3

De acordo,

À SGE,

Fernando Soares Vieira

Superintendente de Relações com Empresas

Ciente.

À EXE, para as providências exigíveis.

Alexandre Pinheiro dos Santos

Superintendente Geral

Documento assinado eletronicamente por **Rafael da Cruz Peixoto**, **Analista**, em 05/10/2020, às 09:45, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Gustavo dos Santos Mulé**, **Gerente**, em 05/10/2020, às 11:41, 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 05/10/2020, às 11:55, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Andrea Araujo Alves de Souza**, **Superintendente Geral Substituto**, em 05/10/2020, às 12:32, 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 **1110175** e o código CRC **970868FF**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1110175** and the "Código CRC" **970868FF**.*