



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER TÉCNICO Nº 122/2023-CVM/SEP/GEA-3

ASSUNTO: Consulta de Companhia Aberta
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras
Processo 19957.012824/2023-56

Senhor Gerente,

Trata-se de consulta protocolada na CVM, em 04.10.2023, por Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras ("Eletrobras" ou "Companhia"), acerca de pedido de autorização para adoção de critério metodológico diverso para elaboração do laudo de avaliação para fins de atendimento ao art. 264 da lei nº 6.404/76.

DA CONSULTA

2. Em 04.10.2023, a Eletrobras protocolou na CVM consulta nos seguintes termos (1894628):
 - a. "objetivando uma redução de custos e melhor eficiência administrativa, está sendo planejada a Incorporação da sociedade Eletropar pela Eletrobras. A Incorporação, por envolver a incorporação de uma sociedade controlada por sua respectiva sociedade controladora, requer a elaboração de laudo de avaliação nos termos do art. 264 da Lei das S.A., para fins de apuração do cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não-controladores da Eletropar";
 - b. "(...) o conselho de administração da Eletropar aprovou a criação de um Comitê Especial Independente, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35/08. O Comitê Especial Independente é integrado por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros. Todos os membros já foram devidamente indicados e o Comitê Especial Independente se encontra, portanto, devidamente instalado, apto para negociar e decidir a relação de troca de ações a ser proposta aos Srs. acionistas das companhias envolvidas";
 - c. "conforme detalhado no Parecer EY e sumarizado na apresentação PPT, não é viável a utilização de tais metodologias para os laudos de avaliação em questão, em especial com relação à Eletropar, uma vez que, tendo em vista a participação imaterial que detém em suas companhias investidas (todas inferiores a 1,5%, exceto pela Eletronet), não será possível ter acesso às informações necessárias para tanto, ao passo que tais informações não estão disponíveis publicamente de forma aprofundada e satisfatória para a elaboração de um laudo robusto";
 - d. "segundo para a análise de uma metodologia alternativa usualmente utilizada

pelo mercado em processos de valuation, foi estudado o uso da metodologia de market cap (valor de capitalização de mercado). Mas cumpre observar que o uso do market cap somente se mostra viável para empresas que tenham suficiente liquidez – free float mínimo de 25% e volume de negociação em bolsa em volume compatíveis com aqueles negociados em empresas que compõem os indicadores da B3”;

- e. “nesse sentido, o market cap pode ser facilmente utilizado para a avaliação da Eletrobras (incorporadora). No entanto, não é viável o seu uso para a avaliação da Eletropar em si (incorporada), devido à sua ausência de liquidez – seu free float efetivo é de apenas aproximadamente 3,3%, sendo que há ainda 1 único acionista minoritário mais relevante, detentor de 13% do capital, o qual ocupa um dos cargos de conselheiro da Eletropar e também será 1 dos 3 membros do Comitê Especial Independente que negociará a relação de troca da Incorporação, nos termos do Parecer CVM nº 35; e, nos últimos 90 dias, houve apenas 2 dias de negociações de ações da Eletropar em bolsa, de valores inexpressivos por transação (R\$7.300,00 em 15/08/2023 e R\$18.615,00 em 27/09/2023)”;
- f. “dessa forma, partiu-se para a avaliação do uso do market cap para as Participações Societárias nas investidas da Eletropar. O uso é plenamente viável para as 3 companhias abertas com liquidez do portfólio da Eletropar: TAESA, CTEEP e EDP (esta última, ainda era uma companhia aberta com liquidez, na data-base de 30/06/2023, apesar de ter fechado seu capital após essa data). No entanto, o market cap não é viável para a avaliação da EMAE (companhia aberta sem liquidez) e da Eletronet (companhia fechada)”;
- g. “para a EMAE, é plenamente viável o uso da metodologia de múltiplos de empresas comparáveis (comparação com transações privadas ou métricas de resultados operacionais similares)”;
- h. “já com relação à Eletronet, com base em certas particularidades melhor explicadas na Apresentação PPT e no Parecer EY, a Eletropar não faz jus a nenhuma compensação financeira em decorrência das ações que detém na Eletronet (sejam dividendos, juros sobre capital próprio, reembolsos de capital, dentre outros) e a Eletropar tem a obrigação de alienar tais ações a sociedades do grupo Eletrobras (...) sem contraprestação financeira efetiva. Logo, entende-se que não deva ser atribuído qualquer valor à participação detida pela Eletropar na Eletronet. Por outro lado, a Eletropar, tendo em vista seu papel de intermediadora da relação entre sociedades do grupo Eletrobras e a Eletropar, onde a última utiliza a rede de transmissão das primeiras para a infraestrutura de seus cabos de fibra ótica, faz jus a uma remuneração correspondente a 2% dos pagamentos feitos pela Eletropar a tais sociedades em decorrência desse arranjo. Dessa forma, propõe-se que a participação da Eletropar na Eletronet seja avaliada apenas com base em tais 2% de remuneração, desconsiderando o valor das ações em si”;
- i. “dessa forma, com base no acima exposto, requer-se a autorização para adoção das seguintes metodologias para fins da elaboração dos laudos de avaliação exigidos pelo art. 264 da Lei das S.A., no contexto da Incorporação:
 - a. Com relação à Eletrobras (incorporadora), uso da metodologia de avaliação por market cap;
 - b. Com relação à Eletropar (incorporada) tendo em vista sua ausência de liquidez para a utilização de metodologia de avaliação de market cap, realização de sua avaliação com base em sua participação em cada uma de suas 5 sociedades investidas, sendo:

- i. Com relação à EDP, CTEEP e TAESA, uso da metodologia de market cap, uma vez que tais companhias são companhias de capital aberto e com liquidez de negociação;
 - ii. Com relação à EMAE, uso da metodologia de múltiplos de mercado e/ou transações, uma vez que tal companhia, apesar de ser uma companhia de capital aberto, não apresenta volume de negociação de ações em bolsa que resultem em liquidez suficiente para a utilização de metodologia de avaliação de market cap; e
 - iii. Com relação à Eletronet, além de ser uma sociedade por ações de capital fechado, a participação detida pela Eletropar não representa qualquer valor financeiro; porém, a Eletropar recebe remuneração equivalente a 2% dois pagamentos realizados pela Eletropar a determinadas sociedades do grupo Eletrobras em decorrência de seu papel de intermediadora da relação entre as partes; de forma que o valor atribuído à Eletronet para fins da elaboração do laudo de avaliação da Eletropar corresponderia exclusivamente a tal remuneração de intermediação, desconsiderando o valor das ações em si”; e
 - j. “por todo o exposto neste Requerimento, a Eletrobras e a Eletropar requerem a esta D. Comissão, respeitosamente, que seja autorizada a adoção dos critérios metodológicos indicados no item II acima, para avaliação da Eletropar e da Eletrobras no âmbito da Incorporação, para fins do disposto no art. 264 da Lei das S.A.”.
3. Em 09.10.2023, um membro do Conselho de Administração da Eletrobras Participações S.A. – Eletropar (“Eletropar”) protocolou manifestação na CVM nos seguintes termos (1901249):
- a. “tendo tomado conhecimento, nesta data, da carta da Centrais Elétricas Brasileiras S.A - Eletrobras, acima referida, sobre o pedido de autorização para adoção de metodologia diversa para elaboração de laudo de avaliação para fins do artigo 264 da Lei das S.A., e tendo a responsabilidade como representante dos acionistas minoritários no Conselho de Administração da Eletropar e membro regularmente eleito para o Comitê independente que irá efetivamente negociar a relação de troca entre as ações da Eletropar e da Eletrobras, venho respeitosamente submeter à apreciação do Colegiado dessa D. Comissão de Valores Mobiliários, as considerações iniciais que entendo serem importantes para a análise do pedido de autorização para adoção de metodologia diversa que será proposta aos órgãos de governança e às assembleias gerais de ambas as companhias”;
 - b. “a respeito da alegação de baixa liquidez para a não utilização da metodologia do market cap para a Eletropar, temos um evento anterior na própria Eletropar o aumento de capital realizado em 2010, que guarda semelhança com a presente alegação. Em 28.04.2009, a Eletrobras solicitou uma avaliação da CVM (Processo CVM RJ-2009-3819), quanto à utilização do critério de valor do patrimônio líquido da ação no aumento de capital da Eletropar por meio da integralização de AFACs ao capital social”;
 - c. “da resposta da CVM à consulta, pelo ofício/CVM/SEP/GEA-3/Nº 340/09, de 26 de junho de 2009, destaco o seguinte trecho do entendimento da Superintendência de Relações com Empresas da CVM à época : “A baixa liquidez das ações da Eletropar, não seria justificativa suficiente para afastar a utilização do critério de cotação das ações. Nesse sentido cabe citar que o

colegiado da CVM, no âmbito do processo CVM-RJ-2006-180 (que tratou de aumento de capital em companhia aberta em que o preço da ação foi fixado com base na cotação da ação), decidiu que não havia elementos para reconhecer eventual descumprimento dos parágrafos 1º e 7º da Lei 6.404/76, cabendo destacar que as ações de emissão da empresa em questão eram ainda menos líquidas que as ações de emissão da Eletropar”;

- d. “após a resposta da CVM a Diretoria Financeira e o Conselho de Administração da Eletrobras aprovaram o aumento de capital com base na média das cotações das ações da Eletropar na BM&FBOVESPA, condicionado ao parecer prévio do Ministério da Fazenda, dado que a Eletrobras e a Eletropar eram empresas estatais à época. O processo passou por todos os órgãos governamentais responsáveis e instâncias necessárias e foi aprovado. Houve subscrição por acionistas minoritários, o que resultou na atual distribuição do capital social da Eletropar entre a Eletrobras e os minoritários”;
- e. “a constatação de que nos últimos 90 dias houve apenas 2 dias de negociação com as ações da Eletropar, deve-se também e especialmente, à publicação dos Fatos Relevantes divulgados pela Eletrobras e pela Eletropar em 11 de agosto de 2023, que informaram o início dos estudos e trâmites necessários para a incorporação e inibiram ainda mais as negociações com as ações da Eletropar dadas as incertezas dela decorrentes. Portanto, essa constatação não seria suficiente, nem deveria ser razão impeditiva para a utilização de um período maior para o cálculo da média ponderada das cotações das ações da Eletropar para o market cap, como por exemplo, o período de 360 dias (um ano), anteriores a 7 de agosto de 2023, data do recebimento pela Eletropar da carta da Eletrobras”; e
- f. “se o critério do market cap com período de cálculo estendido for inviabilizado desde o início e se adotado o critério sugerido de uso do market cap para as Participações Societárias nas investidas da Eletropar - que sempre terá um certo grau de subjetividade - os minoritários da Eletropar ficarão em posição muito fragilizada para a negociação da relação de troca no Comitê independente, que foi a maneira apresentada pela acionista controladora para a incorporação ao invés de propor a realização de uma OPA, que seria a alternativa mais adequada para a legitimação da transação”.

ANÁLISE

- 4. A Eletrobras, através da presente consulta, requer que a CVM se manifeste no sentido de autorizar que seja utilizado critério metodológico para elaboração do laudo de avaliação para fins de atendimento ao art. 264 da lei nº 6.404/76 diferente do previsto na Lei.
- 5. Cabe mencionar que o art. 264 se enquadra a incorporação em tela, uma vez que não se trata de operação de incorporação de controlada subsidiária integral por controladora companhia aberta.
- 6. Nos termos do citado art. 264, “na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia 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” (grifei).

7. Como já mencionado em outras oportunidades, um dos objetivos da norma é informacional, ao conferir aos acionistas da sociedade incorporada e da sociedade incorporadora parâmetros concretos para a avaliação da relação de substituição adotada na operação.
8. O outro objetivo seria indicar o valor de reembolso na hipótese de dissidência, que, no presente caso concreto, seria aplicável aos acionistas minoritários da Eletropar caso as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores sejam menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista no art. 264.
9. Em suma, caso o quociente da relação de troca utilizado na operação seja menos benéfico do que o quociente da avaliação prevista no art. 264, os acionistas dissidentes da Eletropar poderão optar (i) pelo valor de reembolso com base no critério adotado para a avaliação da Eletropar para fins de atendimento ao art. 264 ou (ii) pelo valor com base no patrimônio líquido do último balanço (art. 45 da Lei nº 6.404/76).
10. No entendimento da Companhia, corroborado pela Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda. (1894630), não é viável na incorporação em tela a aplicação da metodologia do patrimônio líquido a preços de mercado e do fluxo de caixa descontado, do ponto de vista de operacionalização, uma vez que a Eletropar “não tem acesso à administração da maioria das investidas que compõem seu portfólio” para obter suas projeções e planos de negócios.
11. Isto posto, por meio da presente consulta, a Companhia solicita que seja autorizada a utilização de método diverso ao previsto na lei e no art. 8º da Resolução nº 78/2022 (“Resolução 78”).
12. Nos termos do §3º do art. 8º da Resolução 78, “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”.
13. Em 11.08.2023, a Eletropar e a Eletrobras comunicaram seus acionistas, por meio de fato relevante, que o Conselho de Administração aprovou o início dos trabalhos para a avaliação da possibilidade da incorporação, bem como a criação do Comitê Especial Independente, conforme determina o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008.
14. Com relação ao Comitê Especial Independente, em comunicado ao mercado de 21.09.2023, foi divulgado que este seria formado por três membros, sendo um administrador escolhido indicado pela Eletropar, outro conselheiro indicado pelos acionistas não controladores da Eletropar, e o terceiro indicado em conjunto pelos dois outros membros.
15. As informações detalhadas referentes a operação em tela ainda não foram divulgadas ao mercado. Desta forma, a presente análise adotará como premissas apenas as informações fornecidas na consulta.
16. Na consulta, a Companhia lista vários argumentos para subsidiar seu pedido, justificando a impossibilidade de realizar uma avaliação com base nas duas metodologias previstas no art. 8º da Resolução 78: (i) valor de patrimônio líquido a preços de mercado e (ii) fluxo de caixa descontado.
17. A Companhia apresentou parecer da Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda. (“EY”) que afirmou, considerando o fato da participação da Eletropar ser imaterial nas suas companhias investidas (todas inferiores a

1,5%, exceto pela Eletronet), que não seria possível "ter acesso às informações necessárias para tanto, ao passo que tais informações não estão disponíveis publicamente de forma aprofundada e satisfatória para a elaboração de um laudo robusto".

18. Com relação ao patrimônio líquido a preços de mercado, a EY entendeu não ser possível estimar todos os ativos e passivos das companhias, principalmente em função do "baixo ou mesmo inexistente acesso à administração de determinadas empresas do portfólio das Empresas".
19. Quanto ao critério de fluxo de caixa descontado, a EY afirmou não ser possível uma vez que a Eletropar não tem acesso à administração da maioria das investidas que compõem seu portfólio, não tendo, assim, acesso às projeções e/ou plano de negócios de suas investidas.
20. A meu ver, embora a Companhia não tenha acesso as informações necessárias para a realização de uma avaliação mais robusta, entendo não ser possível concluir, peremptoriamente, pela impossibilidade de se realizar uma estimativa com base nesses métodos. No entanto, uma vez que tanto a Companhia como a sua assessoria entenderam não ser possível realizar esta avaliação, foi apresentada a presente consulta a fim de analisar a possibilidade de se utilizar um outro critério.
21. A Companhia propôs então que fosse utilizado o critério de cotação de ações (Market Cap) na avaliação da Eletrobras, enquanto para Eletropar seria avaliada com base em avaliações realizadas individualmente em suas 5 investidas.
22. Para as Companhias EDP, CTEEP e TAESA, a Eletrobras entendeu que o melhor critério seria o de market cap, enquanto para a EMAE o melhor critério seria a metodologia de múltiplos de mercado e/ou transações.
23. Adicionalmente, com relação à avaliação da Eletronet, por ser uma companhia fechada a Companhia propôs a adoção de um método específico.
24. Entretanto, como mencionado no art. 264 da Lei nº 6.404/76, embora possa ser utilizado outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, os dois patrimônios devem ser avaliados "segundo os mesmos critérios e na mesma data".
25. A meu ver, faz sentido a lei prever que seja utilizado o mesmo critério e mesma data, considerando que o objetivo é exatamente comparar qual seria a relação de troca caso fosse utilizado outro critério. Se forem utilizados critérios diferentes tal comparação poderia ficar distorcida, não alcançando assim o objetivo da legislação que seria verificar se a relação de troca com base neste outro critério seria mais vantajosa do que o critério utilizado na definição da relação de troca das ações.
26. Assim, entendo não ser possível autorizar a utilização de um método distinto para as companhias.
27. Chamou atenção ainda o fato de a Companhia e de a EY mencionarem a metodologia proposta como a melhor para se analisar as companhias. Nesse sentido, entendo ser importante citar que, para a definição do quociente previsto no art. 264, não se faz necessário utilizar o melhor critério de avaliação, uma vez que, inclusive, se espera que os melhores critérios sejam os utilizados na definição da relação de troca da incorporação em si. O objetivo da determinação do quociente com base neste outro método se dá apenas para fins de comparação.

28. Vale citar que o membro do conselho de administração da Eletropar argumentou, em sua manifestação, que o grau de subjetividade envolvido em uma avaliação que não seja pela cotação das ações colocaria os minoritários da Eletropar “em posição muito fragilizada para a negociação da relação de troca no comitê independente, que foi a maneira apresentada pela acionista controladora para a incorporação”.
29. A meu ver o argumento apresentado, quanto a subjetividade, deve ser levado em consideração pelos próprios membros do Comitê Independente quando da avaliação da relação de troca em si, e não quanto a avaliação para fins de atendimento ao art. 264.
30. Ademais, não cabe à CVM definir qual seria o melhor critério de avaliação para a devida observância ao art. 264, mas sim apenas autorizar a utilização de critérios não previstos da legislação/regulamentação vigente e que a administração da companhia entenda como mais aplicáveis no caso concreto.
31. Por fim, vale mencionar novamente que os detalhes da incorporação em tela ainda não foram divulgados, de modo que a presente consulta está considerando exclusivamente as informações apresentadas na solicitação da Eletrobras.

CONCLUSÃO

32. Por todo o exposto, considerando o propósito da lei de permitir a comparabilidade das avaliações, **entendo não ser possível a utilização de critérios diferentes para as companhias envolvidas na operação de incorporação**, uma vez que o art. 264 da Lei nº 6.404/76 exige que seja adotado o mesmo critério em ambas avaliações.
33. Vale lembrar também a exigência de que as avaliações sejam realizadas não apenas **com base no mesmo critério, mas também na mesma data**, e que o critério a ser adotado para fins de atendimento do art. 264 deve ser distinto do critério que será utilizado pelo Comitê Independente como base para determinação da relação de troca, uma vez que um dos objetivos do citado art. 264 é determinar o valor de reembolso na hipótese de dissidência dos acionistas, como previsto em seu §3º: "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 assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no caput, observado o disposto no art. 137, inciso II".
34. Isto posto, considerando que, nos termos do §3º do art. 8º da Resolução 78, a CVM pode autorizar a utilização de outros critérios para elaboração dos laudos de avaliação, sugiro o encaminhamento do presente processo à SGE para posterior envio ao Colegiado da CVM.

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 17/11/2023, às 13:52, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo dos Santos Mulé, Gerente**, em 17/11/2023, às 14:19, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 17/11/2023, às 14:48, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 17/11/2023, às 18:44, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1916907** e o código CRC **1DE6CF4B**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1916907** and the "Código CRC" **1DE6CF4B**.*
