



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER TÉCNICO Nº 81/2024-CVM/SEP/GEA-3

ASSUNTO: Consulta de Companhia Aberta
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras
Processo 19957.011352/2024-03

Senhor Gerente,

Trata-se de consulta enviada em 13.08.2024 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 13.08.2024, a Eletrobras encaminhou consulta nos seguintes principais termos (2108257):
 - a. “objetivando uma redução de custos e melhor eficiência administrativa, está sendo planejada a Incorporação da sociedade Eletropar pela Eletrobras. A operação, 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. “por fim, em reunião realizada em 11 de agosto de 2023, para assegurar um maior nível de transparência e governança corporativa à Incorporação, o conselho de administração da Eletropar aprovou a criação de um comitê especial independente, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35/08 (“Comitê Especial Independente”). 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 ocorreram diversas reuniões entre tais membros, de forma que o Comitê Especial Independente já concluiu as negociações aplicáveis e, portanto, está apto a recomendar a relação de troca de ações à administração da Eletropar. Destacamos que a relação de troca a ser proposta foi aprovada por unanimidade dos membros do Comitê Especial Independente, incluindo o membro representante dos acionistas minoritários”;
 - c. “conforme detalhado no Parecer EY, para aplicação da metodologia de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, faz-se necessário estimar o valor de mercado de todos os ativos e passivos da empresa avaliada, incluindo-se seus ativos imobilizados e intangíveis. Nesse caso, para aplicação dessa metodologia à avaliação da Eletrobras e da Eletropar, seria necessário

vistoriar e inspecionar todo o portfólio de ativos imobilizados das empresas investidas dessas companhias. Em função da alta complexidade de se avaliar física e financeiramente um portfólio desta magnitude, além dos desafios relacionados ao baixo ou mesmo inexistente acesso à administração de determinadas empresas do portfólio das empresas em questão, entendeu-se que não seria praticável ou mesmo financeiramente viável aplicar essa metodologia”;

- d. “alternativamente, ainda de acordo com o Parecer EY, uma vez que a Eletropar não tem acesso à administração das empresas investidas que compõem seu portfólio para obtenção de suas projeções de longo prazo e/ou plano de negócios, a aplicação da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado para avaliação de tais empresas fica comprometida, na medida em que, para uma avaliação adequada e precisa por essa metodologia, é fundamental obter uma visão prospectiva detalhada de receitas, custos, despesas, investimentos, estrutura de financiamento, dentre outros fatores que compõem o fluxo de caixa a ser descontado, para que possa ser conduzida uma avaliação independente que seja satisfatória do ponto de vista do rigor metodológico que essa requer. Portanto, em função de tais limitações, entendeu-se que a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado não poderia ser aplicada para determinação do valor da Eletropar”;
- e. “nesse sentido, considerando a inviabilidade da aplicação das metodologias acima referidas e que, mediante autorização da Comissão de Valores Mobiliários, pode ser proposta uma metodologia alternativa de avaliação, o Parecer EY propõe a adoção da metodologia de múltiplos de empresas comparáveis, que é amplamente utilizada na avaliação de empresas, inclusive como forma de validar ou complementar a avaliação obtida por meio da aplicação do fluxo de caixa descontado além de, nesse caso sob análise, endereçar as limitações existentes e a premissa fundamental de que ambas as empresas sejam avaliadas pela mesma metodologia”;
- f. “para avaliação da Eletrobras e Eletropar, propõe-se a utilização do múltiplo Enterprise Value/EBITDA de empresas comparáveis. O Enterprise Value representa o valor operacional da empresa, da mesma forma que o EBITDA é uma métrica de geração de caixa operacional, independentemente da estrutura de capital da empresa”; e
- g. “para a seleção dos múltiplos, serão considerados critérios como, por exemplo, tamanho, rentabilidade e crescimento da empresa avaliada em relação às empresas comparáveis selecionadas”.

ANÁLISE

- 3. 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.
- 4. 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.
- 5. 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).

6. 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.
7. 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.
8. 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).
9. No entendimento da Companhia, corroborado pela Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda. (2109687), não seria viável na incorporação em tela a aplicação da metodologia do patrimônio líquido a preços de mercado e do fluxo de caixa descontado, uma vez que a “Eletropar não tem acesso à administração das empresas investidas que compõem seu portfólio para obtenção de suas projeções de longo prazo e/ou plano de negócios”.
10. A respeito, a Eletropar é uma holding com participações societárias em 4 companhias:
 - a. Eletronet S.A., sociedade por ações de capital fechado;
 - b. EMAE – Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A., sociedade por ações de capital aberto;
 - c. CTEEP – Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, sociedade por ações de capital aberto; e
 - d. Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., sociedade por ações de capital aberto.



11. 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”.

12. 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”).
13. Com relação a operação em si, 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. Cumpre mencionar inicialmente que, no âmbito do Processo 19957.012824/2023-56, foi analisada consulta da Companhia para que fosse autorizada a utilização de um misto das metodologias de market cap e fluxo de caixa.
17. A consulta foi analisada pelo Parecer Técnico nº 122/2023-CVM/SEP/GEA-3 (1916907), que entendeu “não ser possível a utilização de critérios diferentes para as companhias envolvidas na operação de incorporação”.
18. Em 29.11.2024, o Colegiado da CVM analisou o pedido de autorização, tendo decidido, por unanimidade, acompanhar a manifestação da área técnica e não conceder a autorização pleiteada (1947553).
19. No atual pedido, a Companhia apresenta argumentos para subsidiar seu pedido, reforçando 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.
20. Nesse sentido, a Companhia apresentou nova manifestação da Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda. que afirmou que, para aplicação da metodologia de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, seria necessário vistoriar e inspecionar todo o portfólio de ativos imobilizados das empresas investidas da Eletropar. Assim, em função da dificuldade no acesso à administração de determinadas empresas do portfólio da Eletrobras e Eletropar, “entendeu-se que não seria praticável ou mesmo financeiramente viável aplicar essa metodologia”.
21. Com relação ao critério do fluxo de caixa descontado, como a Eletropar não tem acesso à administração da maioria das investidas que compõem seu portfólio, não seria possível se utilizar este método de maneira “satisfatória do ponto de vista do rigor metodológico que essa requer”.
22. Como reforçado pela Companhia, “a aplicação da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado para avaliação de tais empresas fica comprometida, na medida em que, para uma avaliação adequada e precisa por essa

metodologia, é fundamental obter uma visão prospectiva detalhada de receitas, custos, despesas, investimentos, estrutura de financiamento, dentre outros fatores que compõem o fluxo de caixa a ser descontado”.

23. Assim, no pedido atual, a Companhia propôs utilizar a metodologia de múltiplos de empresas comparáveis para a avaliação de ambas companhias. Propôs-se nessa metodologia utilizar o múltiplo Enterprise Value/EBITDA de empresas comparáveis.
24. O Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA) é um indicador financeiro que mostra a relação entre o valor da empresa e a geração de caixa operacional.
25. A princípio, ao adotar o critério de múltiplos de empresas comparáveis alternativamente à avaliação a preços de mercado, estaria sendo atendido o objetivo informacional do artigo 264, estando disponível aos acionistas a informação de relação de substituição alternativa que os permitirá avaliar a justeza da relação de troca proposta no protocolo de incorporação.
26. A meu ver, o critério de múltiplos de empresas comparáveis, assim como o de fluxo de caixa descontado, é, em regra, bem aceito pelo mercado, assim como se encontra expressamente previsto no §4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76, que elenca os critérios de avaliação para a fixação do preço justo das ações na oferta pública de cancelamento de registro de companhia aberta.
27. A metodologia de múltiplos também é prevista na Resolução CVM nº 85/2022, que dispõe sobre as ofertas públicas de aquisição de ações.
28. Cumpre mencionar que, quando da análise do pedido anterior realizado no âmbito do Processo 19957.012824/2023-56, a Diretora Flávia Perlingeiro concordou com a conclusão da área técnica. Ademais, ressaltou a Diretora "que os elementos trazidos aos autos se mostraram insuficientes para demonstrar a inviabilidade da adoção de um critério único para a realização da avaliação das sociedades envolvidas".
29. A respeito, no novo pedido foram apresentados os mesmos argumentos quanto a impossibilidade de se utilizar o critério de patrimônio líquido a preços de mercado e fluxo de caixa descontado para ambas companhias. No entanto, diferentemente do anterior, foi proposta a utilização do método de múltiplos de empresas comparáveis tanto para a Eletrobras como para a Eletropar.
30. Assim sendo, entendo não haver óbice para que as companhias utilizem, para fins do art. 264 da Lei nº 6.404/76, a avaliação econômica pelo método de múltiplos de empresas comparáveis.
31. Por fim, vale citar que o Comitê Especial Independente que negociou a relação de troca incluiu um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores da Companhia, em linha com a recomendação disposta no item 13.10 do OFÍCIO CIRCULAR/ANUAL-2024-CVM/SEP, tendo a relação de troca sido aprovada por todos os membros do comitê.

CONCLUSÃO

32. Por todo o exposto, entendo não haver óbices para que seja autorizada a utilização da metodologia de múltiplos em substituição ao critério de patrimônio líquido a preços de mercado previsto no art. 264 da Lei nº 6.404/76.

33. Isto posto, considerando que, nos termos do §3º do art. 8º da Resolução CVM nº 78/2022, 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, podendo a SEP fazer o relato do processo nos termos do art. 15 da Resolução CVM nº 46/2021.

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 21/08/2024, às 10:59, 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 21/08/2024, às 10:59, 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 21/08/2024, às 10:59, 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 22/08/2024, às 13:01, 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://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2111180** e o código CRC **0F7D1FD9**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2111180** and the "Código CRC" **0F7D1FD9**.*
