

ASSUNTO: Consulta de companhia aberta – art. 264 da Lei nº 6.404/76.

Hypermarcas S.A.

Processo CVM nº RJ-2010-11451

Senhora Gerente,

Trata-se de consulta efetuada pela Hypermarcas S.A. ("Hypermarcas" ou "Companhia"), solicitando a autorização da CVM para a utilização do laudo de avaliação previsto no artigo 264 da Lei nº 6.404/76 ("LSA"), baseado no critério do patrimônio líquido contábil, em substituição ao critério de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, no caso da incorporação das ações de emissão de Sapeka Indústria e Comércio de Fraldas Descartáveis S.A. ("Sapeka") pela Hypermarcas.

I. Da Consulta

2. Em **14/07/2010**, a Hypermarcas, através de seus procuradores, encaminhou consulta à CVM, nos seguintes principais termos (fls. 01 a 13):

- a. "O Art. 264 da Lei das Sociedades por Ações (o "Art. 264") estabelece que no caso de incorporação, pela controladora, de companhia controlada, 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 deverão ser avaliados segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela CVM";
- b. Tendo em vista as circunstâncias específicas da operação de incorporação das ações de emissão de Sapeka pela Hypermarcas ("Operação") "descritas abaixo... e precedentes favoráveis da CVM a respeito da possibilidade de utilização de outros critérios aceitos pela CVM para fins de atendimento do disposto no Art. 264, a Companhia entende que no caso da Operação há fortes argumentos que justificam a substituição do critério de avaliação previsto no *caput* do Art. 264";
- c. "Em 4 de março de 2010, foi celebrado um Memorando de Entendimentos vinculativo que estabeleceu as bases, premissas e condições para a aquisição, pela Hypermarcas, das quotas representativas de 100% (cem por cento) do capital social de Sapeka - Indústria e Comércio de Fraldas Descartáveis Ltda. (denominação social antes da transformação de Sapeka) e todas as suas subsidiárias e/ou afiliadas envolvidas no negócio de fabricação e comercialização de descartáveis, sob as marcas "Sapeka", "Flutty", "Maxfral", "Soneca", "Maturidade", "Única", "Levíssima" e "Leve" (o "Memorando de Entendimentos")";
- d. "Em 4 de maio de 2010, a Hypermarcas celebrou o Contrato de Venda e Compra de Ações, Incorporação de Ações e Outras Avenças (o "Contrato") com Victor Hugo Alvarenga, Marco Antonio Raimundo, José Alvarenga dos Santos, Virginia Baryane Alvarenga Pires de Campos e Marilda Alves de Oliveira (conjuntamente denominados os "Vendedores"), os quais eram, naquela data, detentores da totalidade do capital social das sociedades integrantes do Grupo Sapeka (conforme definido abaixo)";
- e. "O Contrato estabeleceu os termos e condições para: (i) a aquisição de ações representativas de 59,5% (cinquenta e nove vírgula cinco por cento) do capital social de Sapeka, bem como dos ativos relacionados com ou necessários para a condução do negócio de fabricação, distribuição e comercialização de descartáveis comercializados sob as marcas "Sapeka", "Flutty", "Maxfral", "Soneca", "Maturidade", "Única", "Levíssima" e "Leve" (a "Aquisição de Ações"); e (ii) a incorporação de todas as ações remanescentes e representativas de 40,5% (quarenta vírgula cinco por cento) do capital social de Sapeka (a "Incorporação de Ações") que, uma vez implementadas a Aquisição de Ações e a Incorporação de Ações, passará a ser subsidiária integral de Hypermarcas";
- f. "Nesse sentido, a conclusão da Operação, envolvendo a implementação da Aquisição de Ações e a Incorporação de Ações, estava condicionada à implementação de uma reorganização societária prévia do Grupo Sapeka (a "Reorganização Sapeka"), por meio da qual (i) as afiliadas de Sapeka, a saber: Alpha Indústria e Comércio Ltda. ("Alpha"), Sapeka – Indústria e Comércio de Fraldas Descartáveis do Nordeste Ltda. ("Sapeka NE") e Almavi Empreendimentos Ltda. ("Almavi") (Sapeka, Alpha, Sapeka Nordeste e Almavi em conjunto designadas como o "Grupo Sapeka"), incorporadas pela Sapeka, passando a Sapeka a ser a única e exclusiva sucessora dos ativos, direitos e obrigações das sociedades incorporadas e, em momento subsequente, uma vez concluída a incorporação de Alpha, Sapeka Nordeste e Almavi, pela Sapeka (a "Primeira Fase da Reorganização Sapeka"), (ii) Sapeka seria transformada em uma sociedade por ações (a "Segunda Fase da Reorganização Sapeka")";
- g. "Em 9 de junho de 2010, a Hypermarcas celebrou com os Vendedores o Primeiro Aditamento ao Contrato (o "Primeiro Aditamento"), o qual alterou os termos e condições do Contrato relacionados com as condições para a conclusão da Operação, de forma a estabelecer:
 - (i) a segregação do fechamento da Operação, de forma que, na data de celebração do Primeiro Aditamento, ocorresse o fechamento da operação de aquisição da participação societária de propriedade dos Vendedores na Sapeka (ainda sob a forma de sociedade empresária limitada), mediante a cessão e transferência de quotas representativas de 59,5% (cinquenta e nove vírgula cinco por cento) do capital social de Sapeka e pagamento, pela Hypermarcas, aos Vendedores, do montante de R\$227.011.048,57 (duzentos e vinte e sete milhões, onze mil e quarenta e oito Reais e cinquenta e sete centavos);
 - (ii) a constituição de usufruto, em razão dos sucessivos atrasos no registro dos atos societários da Reorganização Societária nas Juntas Comerciais competentes – situação essa fora do controle das partes - em benefício de Hypermarcas, sobre a totalidade das quotas remanescentes do capital social de Sapeka de titularidade dos Vendedores, representativas de 40,5% (quarenta vírgula cinco por cento) do capital social de Sapeka, até a implementação da Operação;
 - (iii) a realização, em até 90 dias da data de assinatura do Primeiro Aditamento (i.e., até 6 de setembro de 2010), da operação de Incorporação de Ações, com a consequente incorporação, pela Hypermarcas, das ações remanescentes e representativas de 40,5% (quarenta vírgula cinco por cento) do capital social de Sapeka, uma vez implementadas todas as demais condições precedentes previstas no Contrato e no Primeiro Aditamento, momento no qual a Sapeka passará a ser subsidiária integral de Hypermarcas";
- h. "Em virtude da transformação de Sapeka em sociedade por ações, realizada em 9 de junho de 2010, foi celebrado nesta mesma data o Segundo Aditamento ao Contrato (o "Segundo Aditamento"), o qual determinou que o usufruto constituído sobre as quotas remanescentes, representativas de 40,5% (quarenta vírgula cinco por cento) do capital social de Sapeka passasse a recair sobre as ações de Sapeka, até a efetivação da operação de Incorporação de Ações";

- i. Uma vez implementada a Incorporação de Ações, mediante a realização dos atos societários pertinentes, serão emitidas, pela Hypermarcas, 6.784.922 (seis milhões, setecentas e oitenta e quatro mil, novecentas e vinte e duas) ações ordinárias, representativas de aproximadamente 1,25% (um vírgula vinte e cinco por cento) do capital social total de Hypermarcas, ao preço por ação de R\$22,55 (vinte e dois Reais e cinquenta e cinco centavos);
- j. "Em contrapartida, as ações ordinárias nominativas e sem valor nominal de emissão de Sapeka detidas pelos Vendedores e representativas de 40,5% (quarenta vírgula cinco por cento) de seu capital social, as quais serão objeto da Incorporação de Ações, serão avaliadas a valor de mercado, nos termos de laudo de avaliação a ser elaborado por uma empresa de avaliação especializada a ser contratada pela Hypermarcas";
- k. "A Companhia entende que, no caso da Operação, é cabível a utilização do critério de patrimônio líquido contábil nas avaliações dos patrimônios das companhias envolvidas na Incorporação de Ações para fins de atendimento ao disposto no Art. 264, pelas seguintes razões:"
- l. "Primeiramente, vale esclarecer que um dos argumentos que justifica a utilização do critério contábil na Operação é o fato de que não existia, no momento da celebração do Memorando de Entendimentos ou do Contrato, considerando o histórico da Operação, conforme descrito na Seção II acima, qualquer relação ou dependência, a qualquer título, entre as partes envolvidas na Operação, quais sejam, Grupo Sapeka, de um lado, e Hypermarcas (e seus respectivos acionistas e administradores), de outro";
- m. "Nos termos do Art. 8º da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2.009 (a " ICVM 481"), o conceito de partes relacionadas deve ser determinado de acordo com as regras contábeis que tratam deste assunto. Com efeito, o Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis nº. 05, anexo à Deliberação CVM nº. 560, de 11 de dezembro de 2008 (o "Pronunciamento CPC 05"), define parte relacionada como a parte que está relacionada com a entidade:
- "(...)
- (a) direta ou indiretamente por meio de um ou mais intermediários, quando a parte:*
- (i) controlar, for controlada por, ou estiver sob o controle comum da entidade;*
- (ii) tiver interesse na entidade que lhe confira influência significativa sobre a entidade; ou*
- (iii) tiver controle conjunto sobre a entidade.*
- (b) se for coligada da entidade;*
- (c) se for joint venture em que a entidade seja um investidor;*
- (d) se for membro do pessoal-chave da administração da entidade ou de sua controladora;*
- (e) se for membro próximo da família ou de qualquer pessoa referida nos itens (a) ou (d) acima;*
- (f) se for entidade controlada, controlada em conjunto, ou significativamente influenciada por, ou em que o poder de voto significativo nessa entidade reside em, direta ou indiretamente, qualquer pessoa referida nos itens (d) ou (e) acima; ou*
- (g) se for plano de benefícios pós-emprego para benefício dos empregados da entidade, ou de qualquer entidade que seja parte relacionada dessa entidade."*
- n. "O Pronunciamento CPC 05 define, ainda, transação com partes relacionadas como "a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre partes relacionadas, independentemente de haver ou não um valor alocado à transação."";
- o. "Não restam dúvidas, portanto, que, não existia, no momento da celebração do Memorando de Entendimentos ou ainda do Contrato, qualquer relação ou dependência (dentro do conceito de partes relacionadas), a qualquer título, entre as partes envolvidas. Nesse contexto, podemos concluir que a negociação da relação de substituição de ações para implementação da operação de incorporação de ações da Sapeka se deu de forma independente, em termos de mercado e sem favorecimento (*arms length*)";
- p. "De acordo com o disposto no §2º do Artigo 252 da Lei das Sociedades por Ações, os acionistas eventualmente dissidentes da deliberação da Assembléia Geral da companhia cujas ações forem incorporadas terão direito de recesso";
- q. "No entanto, os acionistas minoritários de Sapeka (i.e., os Vendedores) concordaram antecipadamente com os termos da Operação e, conseqüentemente, com a relação de substituição de ações proposta, de modo que não haverá direito de recesso a ser exercido por eles, já que todos os acionistas de Sapeka obrigaram-se, nos termos do Contrato, a votar favoravelmente à implementação da Operação";
- r. "Logo, pode-se afirmar que não há, no presente caso, interesses de minoritários da incorporada a serem tutelados, caracterizando-se como mera formalidade a apresentação de laudos na forma exigida pelo Art. 264";
- s. "Propõe a Companhia, com a anuência da totalidade dos acionistas de Sapeka – os Vendedores, que a Operação seja implementada pela seguinte relação de substituição de ações de Sapeka por ações de Hypermarcas: os acionistas de Sapeka receberão 0,2267843521075941 ações ordinárias de emissão de Hypermarcas para cada 1 (uma) ação ordinária de Sapeka, resultando na emissão total, pela Hypermarcas, de 6.784.922 (seis milhões, setecentas e oitenta e quatro mil, novecentas e vinte e duas) ações ordinárias";
- t. "A esse respeito, a CVM já se manifestou favoravelmente ao uso do critério contábil para atender ao disposto no Art. 264, mesmo em hipóteses em que a incorporadora não detinha a totalidade (ou quase a totalidade) do capital da incorporada, como, por exemplo, nos casos de Lupatech e Banco do Brasil, conforme mencionado... abaixo";
- u. "Ademais, conforme observado pelo Colegiado no processo administrativo indicado... abaixo, a elaboração do cálculo do laudo terá para os acionistas aos quais cabe a CVM tutelar (no caso, os acionistas de Hypermarcas) apenas o valor informacional, tendo em vista que a faculdade de que trata o Art. 264, §3º, da Lei das Sociedades por Ações (qual seja, a opção pelo valor de patrimônio líquido a mercado para fins de recesso) será, apenas, dos acionistas minoritários de Sapeka, que, como já informado, são os Vendedores, os quais já concordaram com a relação de troca estabelecida, não trazendo qualquer prejuízo informacional aos minoritários de Hypermarcas";
- v. "Como é de conhecimento dessa D. Autarquia, o laudo de avaliação previsto no Art. 264 é necessário para fins de comparação com o critério proposto pelo protocolo de incorporação para a determinação da relação de substituição e, sendo este último menos vantajoso que o valor apurado no laudo em referência, os acionistas dissidentes de Sapeka (que no caso específico, vale lembrar, não haverá) poderão optar entre tal valor (i.e., valor do patrimônio líquido ajustado a valor de mercado) e o valor de reembolso das ações, nos termos do Art. 45 da Lei das Sociedades por Ações";

- w. "Por sua vez, o valor de reembolso dos acionistas minoritários de Hypermarcas eventualmente dissidentes da deliberação da Operação será o valor de patrimônio líquido das ações de emissão de Hypermarcas, nos termos do Art. 45 da Lei das Sociedades por Ações";
- x. "Conforme Comunicado ao Mercado já veiculado pela Companhia em 4 de maio de 2010, a Operação será submetida à aprovação da Assembléia Geral de Acionistas de Hypermarcas, e os acionistas eventualmente dissidentes poderão exercer direito de recesso, com base na participação acionária de que eram comprovadamente titulares no final do dia 4 de maio de 2010, data de liquidação das operações realizadas no pregão da BM&F BOVESPA S.A. – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS (a "Bolsa"), respeitada a liquidação física e financeira das operações realizadas no pregão da Bolsa, (i) na Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia - CBLC, e (ii) na instituição depositária das ações de emissão da Companhia, sendo que o valor de reembolso será de R\$5,31 (cinco Reais e trinta e um centavos) por ação, correspondente ao valor patrimonial contábil das ações da Companhia conforme apurado nas Demonstrações Financeiras da Companhia referentes a 31.12.2009 e divulgadas por meio do Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais - IPE, nos termos da legislação aplicável e de acordo com os procedimentos estabelecidos no referido comunicado";
- y. "O fato de não haver direito de recesso em decorrência da concordância dos acionistas minoritários da incorporada com os termos da operação, entretanto, não significa que o laudo de avaliação da relação de substituição de ações previsto no Art. 264 perde sua relevância. De fato, no entendimento do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, no Processo RJ2004/5914, referente à consulta formulada pela Cia. Piratininga de Força e Luz, o objetivo da regra contida no Art. 264 *"é que as companhias apresentem informações adicionais para demonstrar que a relação de substituição proposta, à luz de alguns critérios, é razoável ou justificada (...)".* Esclarece, ainda, que o artigo exige que se dê demonstrações adicionais sobre a relação de substituição de ações, *"sem, contudo, ficar, por óbvio, a elas vinculadas (...)";*
- z. "Importante lembrar, entretanto, que a Companhia não pleiteia, por meio do presente pedido, a dispensa de apresentação de informações adicionais sobre a relação de troca. A Companhia apenas pleiteia a substituição dos critérios para apresentação de referidas informações adicionais";
- aa. "Aliás, o próprio Art. 264 é claro ao dispor que o laudo de avaliação pode ser elaborado de acordo com outro critério que não a avaliação de acordo com o patrimônio líquido a preços de mercado. Isso porque o legislador reconheceu que o laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado não é o único critério de avaliação capaz de atender a exigência do Art. 264, qual seja, fornecer informações adicionais sobre a relação de substituição de ações proposta por meio da comparação do patrimônio das companhias envolvidas";
- ab. "Ademais, há que se levar em consideração ainda os portes das companhias envolvidas na Operação, principalmente em relação aos respectivos ativos imobilizados, e, dessa forma, o longo prazo para elaboração do laudo de avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado da Sapeka e da Hypermarcas adversos ao cronograma da Operação (já que, conforme estabelecido no Contrato, tal como aditado pelo Primeiro Aditamento, a Operação deverá ser implementada até 6 de setembro de 2010), além de exigir dispêndio de custos consideráveis e materiais para a elaboração dos referidos laudos";
- ac. "Conforme brevemente mencionado acima, trazemos ao Colegiado dessa D. Comissão os precedentes favoráveis a respeito da substituição do critério de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado por outro critério aceito pela CVM para fins de avaliação da equidade da relação de substituição de ações prevista no Art. 264, nos casos de incorporação de ações semelhantes às da Companhia, dentre as quais, reiteramos menção aos seguintes processos, em ordem cronológica:
- o Lupatech S.A. (Processo CVM RJ 2007/10687)
 - o Banco do Brasil S.A. (Processo CVM RJ 2009/6414)
 - o Banco do Brasil S.A. (Processo CVM RJ 2009/7847)
- a. "Especificamente com relação ao caso de Lupatech (Processo CVM RJ 2007/10687, tendo em vista que o único minoritário existente na incorporada havia concordado com a relação de substituição proposta, situação que aproxima tal precedente do caso em tela, o E. Colegiado dessa D. CVM entendeu que isto reaproximaria aquele caso com os outros precedentes dessa D. Comissão em que a incorporadora detinha a totalidade do capital da incorporada, e, portanto, o laudo de avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado teria, também em tal hipótese, função meramente informativa, especialmente para os acionistas da incorporadora, e que a CVM não poderia obstar a utilização de outro critério por ela aceito para fins do cumprimento do Art. 264";
- b. "Fator importante na referida decisão era que a incorporada era companhia fechada, assim como a Sapeka no caso ora sob análise, e, conforme o voto do Diretor-Relator Sergio Weguelin, "não cabe à CVM impor ou dispensar exigências com relação a tal espécie de sociedade";
- c. "Considerando as semelhanças entre o caso de Lupatech e a situação em tela, citamos, mais uma vez, o voto do Diretor-Relator Sergio Weguelin no Processo RJ 2007/10687, que afirmou, acertadamente, que:
- "a CVM não deve – na verdade nem pode – obstar a utilização do critério contábil para fins de providenciar a comparação prevista no art. 264 da Lei das S.A., caso seja levada a efeito a incorporação com as características descritas neste processo.";*
- d. "Ademais, com relação ao entendimento manifestado pelo Colegiado no Processo RJ2009/6414, verificou-se que a elaboração do cálculo do laudo terá para os acionistas aos quais cabe a CVM tutelar (no caso, os acionistas de Hypermarcas) apenas o valor informacional, tendo em vista que a faculdade de que trata o Art. 264, §3º, da Lei das Sociedades por Ações (qual seja, a opção pelo valor de patrimônio líquido a mercado para fins de recesso) será, apenas, dos acionistas minoritários de Sapeka, que, como já informado, são os Vendedores, os quais já concordaram com a relação de troca estabelecida, não trazendo qualquer prejuízo informacional aos minoritários de Hypermarcas";
- e. "No que se refere ao Processo RJ2009/7847, o E. Colegiado dessa D. Comissão concordou com o entendimento da área técnica de que a adoção de um outro critério, alternativamente à avaliação a preços a mercado, pode atender o objetivo informacional do Art. 264, desde que esteja disponível aos acionistas informação de relação de substituição alternativa, que os permita avaliar a justeza da relação de troca proposta no protocolo de incorporação. Dessa forma, considerando que a avaliação de acordo com o patrimônio líquido contábil fornecerá aos acionistas uma relação de troca adicional àquela prevista no protocolo de incorporação, proporcionando, portanto, uma comparação entre a relação de substituição prevista no protocolo, entendemos que, na Operação, é possível a utilização de outro critério aceito pela CVM para fins de atendimento ao Art. 264";
- f. "Em vista de todo o exposto, a Companhia entende que há fortes argumentos que justificam a autorização para a utilização do critério contábil para fins de atendimento do disposto no Art. 264 pelas seguintes razões: (i) não existia no momento da celebração do Memorando de Entendimentos ou do Contrato qualquer relação ou dependência, a qualquer título, entre as partes envolvidas na Operação; (ii) não há o que se falar em direito de recesso dos minoritários da Sapeka em decorrência da concordância de todos os acionistas com relação à Operação; (iii) o prazo para elaboração do laudo de avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado da Sapeka e da Hypermarcas compromete o cronograma inicialmente previsto para a implementação da Operação; e (iv) há precedentes favoráveis a respeito da substituição do critério de

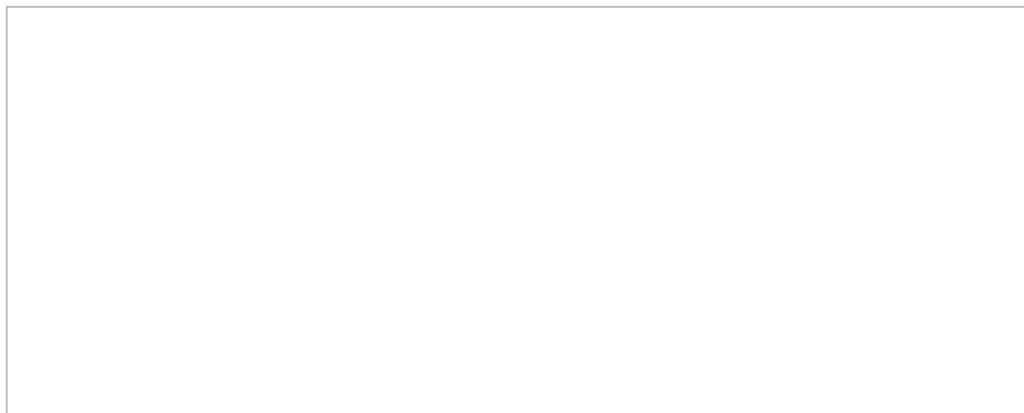
avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado por outro critério aceito pela CVM para fins de avaliação da equidade da relação de substituição de ações prevista no Art. 264";

- g. "Dessa forma, em linha com o entendimento acima apresentado, relativo à utilização do critério de avaliação do patrimônio líquido contábil para fins de atendimento do Art. 264, solicitamos a aprovação dessa Doutra CVM para que o laudo de avaliação para fins do Art. 264, no caso da Incorporação de Ações, no contexto da Operação, seja elaborado de acordo com o critério do patrimônio líquido contábil";
- h. "Sendo acolhido o presente pleito, a Companhia adotará as providências necessárias para a elaboração de laudo de avaliação contábil com data-base recente (provavelmente com base nos balanços patrimoniais a serem levantados em 30 de junho de 2010) e considerará atendido, para todos os efeitos, o objetivo do Art. 264, no sentido de tornar disponível a relação de substituição de ações alternativa que possibilite aos acionistas de Hypermarcas melhor avaliar a equidade da relação de substituição de ações proposta no Contrato";
- i. "Caso a Doutra Autarquia entenda que a substituição do critério de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado pelo critério de avaliação contábil não é aplicável, requer a Companhia, alternativamente, que a substituição do critério de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado por outro critério aceito pela CVM (como, por exemplo, mediante a utilização do critério de fluxo de caixa descontado) para fins de atendimento do Art. 264 seja acolhido";
- j. "Cale lembrar, ainda, que o fluxo de caixa descontado é um método de elaboração de laudo econômico aceito amplamente pelo mercado, estando inclusive, previsto na Lei das Sociedades por Ações (i) para fins de oferta pública (§4, Artigo 4º); e (ii) fixação do preço de emissão de ações (Artigo 170); e já acolhido pela CVM em decisões anteriores relacionadas à aplicação do Art. 264".

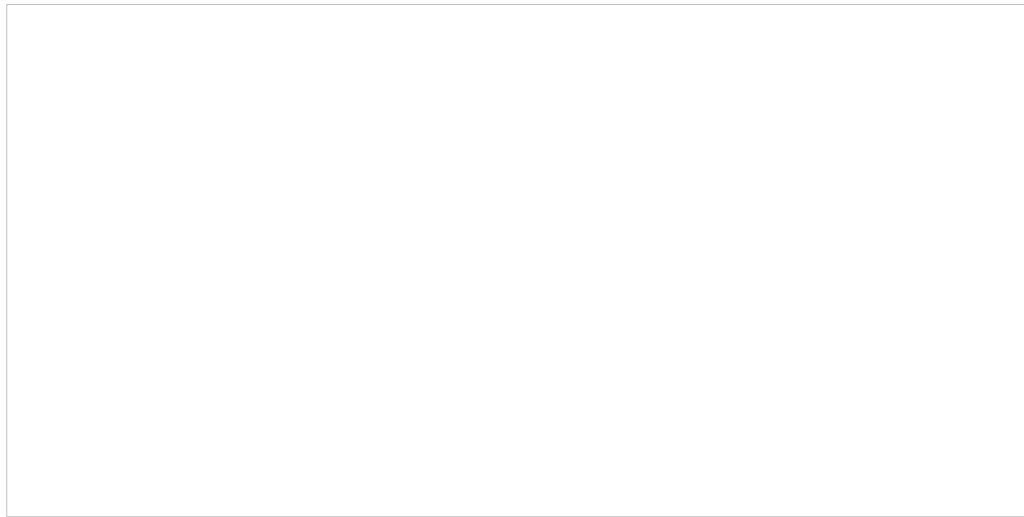
I. Da Análise

1. Breve Histórico da Operação

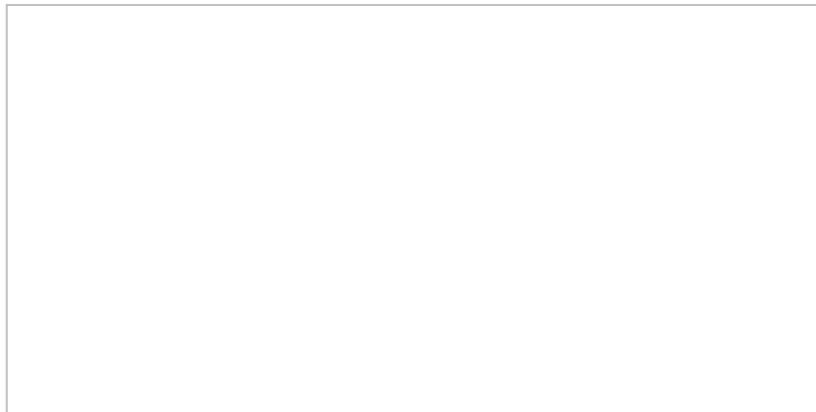
- 2. Preliminarmente, cabe descrever brevemente os acontecimentos que antecederam a pretendida operação de incorporação de ações objeto da presente consulta.
- 3. Em **04/05/2010**, a Hypermarcas celebrou o Contrato de Venda e Compra de Ações, Incorporação de Ações e Outras Avenças ("Contrato") com Victor Hugo Alvarenga, Marco Antonio Raimundo, José Alvarenga dos Santos, Virginia Baryane Alvarenga Pires de Campos e Marilda Alves de Oliveira (conjuntamente denominados os "Vendedores"), os quais eram, naquela data, detentores da totalidade do capital social das sociedades integrantes do Grupo Sapeka.
- 4. O Contrato estabeleceu os termos e condições para: (i) a aquisição de ações representativas de 59,5% do capital social da Sapeka, bem como dos ativos relacionados ao negócio de fraldas descartáveis ("Aquisição de Ações"); e (ii) a incorporação de todas as ações remanescentes e representativas de 40,5% do capital social de Sapeka ("Incorporação de Ações") que, uma vez implementadas a Aquisição de Ações e a Incorporação de Ações, passará a ser subsidiária integral de Hypermarcas.
- 5. Vale mencionar que a quantidade de ações da Hypermarcas a serem emitidas em substituição das ações de Sapeka detidas pelos Vendedores (ou seja, a relação de substituição entre as ações das sociedades), na Incorporação de Ações, foi definida durante a negociação que precedeu a assinatura do Contrato, quando a Hypermarcas e a Sapeka eram sociedades independentes (conforme consta em Fatos Relevantes publicados pela Hypermarcas em 05/03/2010 e 04/05/2010 – fls. 25 a 27). Pressupõe-se que tal relação de substituição foi estabelecida em livre negociação.
- 6. A conclusão da Operação, envolvendo a implementação da Aquisição de Ações e a Incorporação de Ações, estava condicionada à implementação de uma reorganização societária prévia do Grupo Sapeka, por meio da qual (i) as afiliadas de Sapeka, a saber: Alpha Indústria e Comércio Ltda. ("Alpha"), Sapeka – Indústria e Comércio de Fraldas Descartáveis do Nordeste Ltda. ("Sapeka NE") e Almavi Empreendimentos Ltda. ("Almavi") (Sapeka, Alpha, Sapeka Nordeste e Almavi em conjunto designadas como o "Grupo Sapeka"), seriam incorporadas pela Sapeka, passando a Sapeka a ser a única e exclusiva sucessora dos ativos, direitos e obrigações das sociedades incorporadas e, em momento subsequente, uma vez concluída a incorporação de Alpha, Sapeka Nordeste e Almavi, pela Sapeka (a "Primeira Fase da Reorganização Sapeka"), (ii) a Sapeka seria transformada em uma sociedade por ações (a "Segunda Fase da Reorganização Sapeka").
- 7. Anteriormente à implementação da Reorganização Sapeka, a estrutura societária do Grupo Sapeka era a seguinte:



- 8. Após a implementação da Primeira Fase da Reorganização Sapeka, concluída em **26/05/2010**, a estrutura societária do Grupo Sapeka passou a ser a seguinte:



9. O Contrato foi objeto, posteriormente, de dois aditamentos, prevendo, entre outros, que a Incorporação de Ações deverá ocorrer **até o dia 06/09/2010**. Vale comentar que a Sapeka foi transformada em sociedade por ações em **09/06/2010**.
10. Resumidamente, a atual estrutura acionária do Grupo Sapeka, antes da implementação da Incorporação de Ações (ponto de partida da presente consulta), é a seguinte:



11. Cabe finalmente mencionar que a Sapeka é uma companhia fechada.

1. A Consulta Formulada

2. Pela presente consulta, a Hypermarcas solicita a autorização da CVM para a utilização do laudo de avaliação previsto no artigo 264 da LSA baseado no critério do patrimônio líquido contábil, em substituição ao critério de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, no caso da incorporação das ações de emissão de Sapeka, detidas pelos seus acionistas minoritários (os Vendedores), pela Hypermarcas.
3. O art. 264 da LSA prevê que 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 da LSA, 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. O §1º deste dispositivo ainda prevê que a avaliação dos dois patrimônios será feita, no caso de companhias abertas, por empresa especializada.
4. Em linha com o entendimento do Colegiado da CVM em análise a pedidos da mesma natureza, um dos objetivos do dispositivo legal acima citado é informacional, pretendendo-se que seja produzida uma informação nova a ser posta à disposição dos acionistas não controladores da sociedade controlada, para que possam aferir a equidade da relação de substituição apresentada.
5. Não obstante, a avaliação a preços de mercado (ou critério alternativo aceito pela CVM) será usada também para fins de reembolso aos acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, 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 no artigo 264 da Lei nº6.404/76, nos termos do §3º do mesmo artigo.
6. Na análise do caso concreto, primeiramente cabe ressaltar que a Incorporação de Ações não se enquadra na Deliberação CVM nº 559/08, inciso I, alíneas "a" e "b", tendo em vista que as companhias envolvidas possuem acionistas minoritários e valores mobiliários em circulação (neste último caso, apenas a Hypermarcas), bem como a Hypermarcas não detém 100% do capital social da Sapeka. Além disso, na presente consulta, não é solicitada a dispensa da elaboração de laudo com base no patrimônio líquido a preços de mercado, para os fins do artigo 264 da Lei nº6.404/76, mas a substituição deste critério pelo patrimônio líquido contábil, o que não se enquadraria no inciso II da citada Deliberação CVM nº 559/08. Desta forma, não caberia à SEP, mas ao Colegiado da CVM, manifestar a opinião desta Autarquia quanto à consulta formulada.
7. No que tange a consulta em análise quanto à adoção do critério de valor contábil para atendimento ao estabelecido no artigo 264 da Lei no 6.404/76, é necessário comentar que a maioria dos casos em que a CVM permitiu o uso do critério contábil para

atender o art. 264 da LSA têm em comum o fato de quase a totalidade do capital da incorporada pertencer à incorporadora. No presente caso, apenas 59,5% do capital social da Sapeka é detido pela Hypermarcas.

8. Todavia, a Companhia alega em sua consulta que "os acionistas minoritários de Sapeka (i.e., os Vendedores) concordaram antecipadamente com os termos da Operação e, conseqüentemente, com a relação de substituição de ações proposta, de modo que não haverá direito de recesso a ser exercido por eles, já que todos os acionistas de Sapeka obrigaram-se, nos termos do Contrato, a votar favoravelmente à implementação da Operação".
9. Assim, entendo que, no caso em tela, a apresentação do laudo previsto no art. 264 da LSA terá função apenas informacional, notadamente para os acionistas da Hypermarcas, considerando que os acionistas minoritários da controlada (Sapeka) já concordam previamente com a relação de substituição apresentada e que não exercerão a faculdade disposta no parágrafo 3º deste dispositivo legal (ou seja, não haverá exercício do direito de recesso por parte destes).
10. Existem decisões do Colegiado desta Autarquia segundo as quais não se justificaria a exigência da apresentação de laudo de avaliação a preços de mercado ou não se obstaria a utilização de laudo com base em critério alternativo, quando houvesse a prévia anuência dos acionistas minoritários da sociedade controlada, como por exemplo o Processo CVM nº RJ-2007-10687 (Lupatech S.A.) e o recente Processo CVM nº RJ-2010-4016 (Braskem S.A.).
11. Uma das principais motivações descritas pela Hypermarcas, em sua consulta, para a não adoção da avaliação do patrimônio líquido a valor de mercado na Incorporação de Ações é que a elaboração de tal avaliação representaria um processo custoso e demorado. Nas palavras da Companhia, "há que se levar em consideração ainda os portes das companhias envolvidas na Operação, principalmente em relação aos respectivos ativos imobilizados, e, dessa forma, o longo prazo para elaboração do laudo de avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado da Sapeka e da Hypermarcas adversos ao cronograma da Operação (já que... a Operação deverá ser implementada até 6 de setembro de 2010), além de exigir dispêndio de custos consideráveis e materiais para a elaboração dos referidos laudos".
12. Com relação a este ponto, cumpre salientar que algumas decisões anteriores do Colegiado consideraram o desequilíbrio entre os custos de elaboração do laudo de avaliação a preços de mercado e os valores envolvidos na operação como um dos motivos para não exigir a elaboração do laudo de avaliação de que trata o art. 264 da LSA. Tal argumento está em linha, por exemplo, com a decisão do Colegiado de 03/05/05, relativa ao Caso Ambev / CBB - Processo CVM nº RJ-2005-2597.
13. Entendo que a ausência de acionistas minoritários da controlada (Sapeka) com possibilidade de exercício do direito de recesso na Incorporação de Ações (pois, conforme já visto, os Vendedores já teriam concordado antecipadamente com os termos da referida incorporação) aproxima o caso em tela dos precedentes do Colegiado nos quais a relação custo-benefício da produção do laudo previsto no art.264 da LSA não é vantajosa. Ressalte-se ainda que a Sapeka é uma companhia fechada, de forma que, a princípio, não caberia à CVM tutelar os interesses de seus acionistas minoritários.
14. Cabe ainda analisar a questão referente aos acionistas minoritários da Hypermarcas. De acordo com a consulta formulada, "conforme Comunicado ao Mercado já veiculado pela Companhia em 4 de maio de 2010, a Operação será submetida à aprovação da Assembléia Geral de Acionistas de Hypermarcas, e os acionistas eventualmente dissidentes poderão exercer direito de recesso (...) sendo que o valor de reembolso será de R\$5,31 (cinco Reais e trinta e um centavos) por ação, correspondente ao valor patrimonial contábil das ações da Companhia conforme apurado nas Demonstrações Financeiras da Companhia referentes a 31.12.2009". Ou seja, os acionistas que exercessem tal direito de retirada receberiam o valor patrimonial de suas ações, pois o estatuto social da Hypermarcas não prevê a determinação do valor do reembolso a valor econômico (fls. 14 a 21).
15. Em relação a este ponto, entendo que a situação é semelhante à decisões anteriores do Colegiado, como por exemplo, o Processo CVM nº RJ-2010-4016 (Braskem S.A.), em que decidiu-se que não se justificaria qualquer atuação da CVM no sentido de vir a exigir a elaboração do laudo de avaliação a preços de mercado previsto no art. 264 a LSA.
16. Em tese, em que pese os acionistas minoritários da controladora terem o direito, de natureza informacional, de que houvesse um laudo de avaliação "alternativo", conforme previsto no art.264 da LSA, deve-se avaliar, no caso concreto, o custo-benefício de produzir tal informação, uma vez que o parágrafo 1º do art.252 da Lei nº6.404/76 prevê que o direito de recesso oferecido aos acionistas dissidentes da incorporadora terá por base o valor patrimonial, não tendo concedido a estes o direito de optarem entre tal valor e aquele aferido no laudo previsto no referido art.264.
17. Nesse sentido, cabe citar que as ações ordinárias de emissão de Hypermarcas possuem liquidez e são negociadas atualmente por valor superior (R\$21,97/ação, em 22/07/2010) ao valor patrimonial (R\$5,31/ação, em 31/12/2009), de forma que não seria economicamente atrativo a tais acionistas exercer o direito de recesso (vide fls. 22 a 24).
18. Além disso, conforme informado na consulta, a Incorporação de Ações acarretará em uma diluição de apenas 1,25% da base acionária original da Hypermarcas, decorrente da emissão de novas ações ordinárias da Companhia, para serem dadas em troca às ações de emissão da Sapeka detidas por seus acionistas minoritários.
19. Finalmente, vale salientar o fato de que, no momento de celebração do referido Contrato entre a Hypermarcas e os Vendedores (acionistas da Sapeka), que pautou inclusive a Incorporação de Ações em tela, não existia qualquer relação ou dependência entre as partes envolvidas, conforme alega a Companhia. Isto reforça o entendimento de que "a negociação da relação de substituição de ações para implementação da operação de incorporação de ações da Sapeka se deu de forma independente, em termos de mercado e sem favorecimento".
20. Diante do exposto, entendo que, em princípio, seria possível afirmar, em relação à incorporação das ações da Sapeka pela Hypermarcas, que não se justificaria a atuação da CVM no sentido de exigir a elaboração de laudo de avaliação a preços de mercado previsto no art. 264 da LSA, caso a Companhia apresentasse, alternativamente, laudo de avaliação elaborado de acordo com o critério do patrimônio líquido contábil (com data-base recente), para os fins do citado dispositivo legal.
21. Cabe ainda mencionar que a Companhia apresentou pedido alternativo, caso esta CVM entendesse que a substituição do critério de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado pelo critério de avaliação contábil não fosse aplicável. Nesta hipótese, a Hypermarcas solicitou que fosse acolhida "a substituição do critério de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado por outro critério aceito pela CVM (como, por exemplo, mediante a utilização do critério de fluxo de caixa descontado) para fins de atendimento do Art. 264".

22. Diante das características do caso concreto, já narradas ao longo deste relatório, entendo que a substituição solicitada alternativamente também seria possível, tendo em vista que o fluxo de caixa descontado é um método de elaboração de laudo econômico aceito, de um modo geral, pelo mercado, estando, inclusive, previsto na Lei nº 6404/76 (i) para fins de oferta pública (§4º, artigo 4º da LSA), e (ii) fixação do preço de emissão de ações (artigo 170 da LSA). Existem, inclusive, decisões anteriores do Colegiado da CVM neste sentido.

I. Conclusão

2. Pelo exposto, no caso da incorporação das ações de emissão da Sapeka Indústria e Comércio de Fraldas Descartáveis S.A. pela Hypermarcas S.A., concluo, em princípio, que não haveria óbice à utilização do critério do patrimônio líquido contábil (com data-base recente), em substituição ao critério do patrimônio líquido a preços de mercado, na elaboração do laudo de avaliação previsto no art. 264 da LSA.
3. Isto posto, tendo em vista que a Incorporação de Ações em questão não se enquadra na Deliberação CVM nº 559/08, sugiro o encaminhamento da presente consulta à deliberação do Colegiado da CVM.

Atenciosamente,

Dov Rawet

Analista - GEA-4

PARA: SEP MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº093/10

DE:GEA-4 DATA: 06.08.10

ASSUNTO:Consulta de companhia aberta – art. 264 da Lei nº 6.404/76.

Hypermarcas S.A.

Processo CVM nº RJ-2010-11451

Senhora Superintendente,

Trata-se de consulta da Hypermarcas S.A. acerca da utilização de laudo baseado no critério do patrimônio líquido contábil em substituição ao laudo de avaliação a preços de mercado previsto no artigo 264 da Lei nº 6.404/76, no caso da incorporação das ações de emissão de Sapeka Indústria e Comércio de Fraldas Descartáveis S.A..

A questão foi resumida e analisada nos termos do RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº 124/10, de 05.08.10 (fls.28/42).

A respeito, informo que estou de acordo com a análise e conclusão do referido RA, no sentido de não haveria óbice à utilização de laudo baseado no critério do patrimônio líquido contábil em substituição ao laudo de avaliação a preços de mercado previsto no artigo 264 da Lei nº 6.404/76, pelo que **sugiro** o envio do presente processo à SGE, para posterior envio ao Colegiado para deliberação quanto ao pedido formulado pela Companhia.

Atenciosamente,

Juliana Vicente Bento

Gerente de Acompanhamento de Empresas - 4

De acordo,

À SGE,

ELIZABETH LOPEZ RIOS MACHADO

Superintendente de Relações com Empresas