

Senhora Gerente,

Trata-se de pedido da Hypermarcas S.A. ("Hypermarcas" ou "Companhia") relativo à utilização do critério de avaliação contábil do patrimônio líquido ou critério de fluxo de caixa descontado para os fins do artigo 264 da Lei nº 6.404/76, em substituição ao critério de avaliação a preços de mercado, no âmbito da incorporação da York S.A. Indústria e Comércio ("York").

I. Histórico

2. Em **24.11.10**, a Companhia protocolizou consulta ("Consulta") na CVM, nos seguintes termos (fls. 01/09):

- a. conforme Fato Relevante divulgado pela Companhia em 07.03.10, foi celebrado Memorando de Entendimentos vinculativo ("Memorando de Entendimentos"), em 05.03.10, que estabeleceu as bases, premissas e condições para a aquisição, pela Hypermarcas, de ações representativas de até 100% do capital social da York e todos os seus ativos e equipamentos;
- b. segundo Fato Relevante de 16.09.10, na mesma data, a Hypermarcas celebrou Contrato de Venda e Compra de Ações e outras Avenças ("Contrato") com os acionistas titulares de ações ordinárias representativas de 99,136% do capital social da York;
- c. o Contrato estabeleceu os termos e condições para a aquisição da referida porcentagem do capital social, uma vez implementadas determinadas condições, dentre as quais, o não exercício, pelos acionistas minoritários da York que não aderiram ao Memorando de Entendimentos e que são detentores de 369 de suas ações ordinárias, representativas de 0,864% de seu capital social, do direito de preferência na aquisição das ações conforme direito que lhes é outorgado pelo estatuto social da York;
- d. a transferência das ações da York adquiridas pela Companhia deu-se em 11.11.10;
- e. após a aquisição de ações, a Hypermarcas pretende incorporar a York, reduzindo e racionalizando custos operacionais e administrativos;
- f. para fins de impletação da referida incorporação ("Incorporação"), a Companhia pretendia estabelecer a relação de substituição das ações de emissão da York por ações de emissão da Hypermarcas de acordo com o valor patrimonial contábil das sociedades envolvidas, de forma que seriam emitidas pela Hypermarcas 6.104 ações ordinárias, nominativas e sem valor nominal, representativas de aproximadamente 0,001114% do capital social da Hypermarcas, ao preço de R\$9,917/ação;
- g. desse modo, os acionistas minoritários da York receberiam 16,542 ações ordinárias de emissão da Hypermarcas para cada uma ação ordinária de emissão da York, conforme indicado no quadro abaixo:

Companhia	Valor considerado por ação (R\$)	Relação de substituição *
Hypermarcas	9,197	16,542
York	152,078	--

* Quantidade de ações da Hypermarcas que serão recebidas por cada ação detida pelos acionistas minoritários da York.

- h. a Companhia entende que, no caso da incorporação em questão, é cabível a utilização do critério do patrimônio líquido contábil nas avaliações dos patrimônios das companhias envolvidas da Incorporação;
- i. na operação pretendida, as ações da York detidas pelos acionistas minoritário serão trocadas por ações da Hypermarcas. No entanto, deve-se ressaltar que esse grupo de acionistas não está sob tutela da CVM, tendo em vista que a York é sociedade anônima de capital fechado;
- j. por essa razão, pode-se afirmar que não há, no presente caso, interesses de minoritários da incorporada a serem tutelados pela CVM, caracterizando-se como mera formalidade a apresentação de laudos na forma exigida pelo art. 264 da Lei nº 6.404/76;
- k. a esse respeito, a CVM já se manifestou favoravelmente ao uso do critério contábil para atender ao disposto no referido dispositivo legal, mesmo em hipóteses em que a incorporadora não detinha a totalidade do capital da incorporada;
- l. tendo em vista que a Hypermarcas detém 99,136% do capital social da York, a única parcela do patrimônio desta que ainda não está refletida no balanço patrimonial da Hypermarcas corresponde à participação dos acionistas minoritários da York de apenas 0,864% do capital social desta companhia. Dessa forma, e considerando o valor contábil do patrimônio líquido da York, no valor de R\$6.497.517,00, a referida participação minoritária corresponderia a um montante ínfimo diante do patrimônio líquido da Hypermarcas;
- m. nesse sentido, é no melhor interesse da Companhia e de seus acionistas minoritários que não seja exigido o cumprimento do previsto no art. 264. Ressalta-se que os custos de elaboração do laudo seriam diretos – decorrentes do próprio preço do serviço de avaliação, e indiretos – decorrentes do tempo que seria necessário para proceder a tal análise;
- n. o valor do reembolso dos acionistas minoritários da Hypermarcas eventualmente dissidentes da deliberação da operação será o valor do patrimônio líquido das ações de emissão da Hypermarcas, nos termos do artigo 45 da Lei nº 6.404/76;
- o. conforme Comunicação ao Mercado já veiculado pela Companhia em 16.09.10, a Incorporação será submetida à aprovação da assembleia geral de acionistas da 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 16.09.10, sendo que o valor de reembolso será

de R\$5,31/ação, correspondente ao valor contábil das ações da Companhia conforme apurado nas Demonstrações Financeiras da Companhia referentes a 31.12.09;

- p. a Companhia não pleiteia, por meio da Consulta, a dispensa de apresentação de informações adicionais sobre a relação de troca, mas sim a substituição dos critérios para a apresentação das referidas informações adicionais sobre a relação de substituição de ações proposta por meio da comparação do patrimônio das companhias envolvidas;
- q. ademais, há que se levar em conta os portes das companhias envolvidas na operação, principalmente em relação aos prespectivos ativos imobilizados, e, dessa forma, o longo prazo para elaboração do laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da York e da Hypermarcas adversos ao cronograma da incorporação (conforme pretendido pela Companhia, a operação deverá ser implementada até 31.12.10);
- r. essa situação agrava-se em decorrência de os ativos mais relevantes, tanto da Hypermarcas quanto da York, serem intangíveis, razão pela qual não faria sentido exigir a apresentação de laudo de avaliação das empresas envolvidas segundo o valor de mercado de seus ativos;
- s. nesse sentido, e considerando que a elaboração dos laudos exigirá dispêndio de custos consideráveis e materiais, entende a Companhia que deve haver uma ponderação, por parte da CVM, no sentido de atingir um balanceamento adequado entre os benefícios para os investidores e os ônus para as companhias;
- t. em vista de todo o exposto, a Companhia entende que há fortes argumentos que justificam a autorização de utilização do critério contábil, para fins de atendimento ao disposto no art. 264, pelas seguintes razões: (i) a quase totalidade das ações da York pertence à Hypermarcas; (ii) a elaboração do laudo terá para os acionistas aos quais cabe a CVM tutelar apenas o valor informacional; (iii) o prazo para elaboração do laudo de avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado da York e Hypermarcas compromete o cronograma inicialmente previsto para a implementação da operação; (iv) a modificação da participação relativa dos acionistas da Hypermarcas é totalmente irrisória; e (v) 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;
- u. 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 30.09.10) 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; e
- v. caso a CVM entenda que a substituição do critério 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 do atendimento ao art. 264.
3. No dia **01.12.10**, a Companhia protocolizou na CVM esclarecimento adicional à correspondência de 24.11.10, informando e retificando o que se segue (fls. 13/20):

- a. a Hypermarcas pretende estabelecer a relação de substituição das 369 ações de emissão da York de titularidade dos acionistas minoritários por ações de emissão da Hypermarcas utilizando como base para as ações de York detidas pelos acionistas minoritários o valor equivalente a 80% do valor que foi pago por ação aos acionistas detentores de 99,136% do capital social da York de que aderiram ao Memorando de Entendimentos, i.e., R\$662.362,81;
- b. o preço de aquisição pago aos acionistas da York titulares de ações representativas de 99,136% de seu capital social foi no valor de R\$95.000.000,00, conforme Fato Relevante divulgado em 11.11.10;
- c. o valor das ações de emissão da Hypermarcas foi determinado em R\$27,85 por ação, valor que corresponde à média ponderada do valor de cotação de encerramento das ações da Hypermarcas nos trinta pregões da BM&FBovespa imediatamente anteriores à data de aquisição das ações representativas de 99,136% do capital da York (11.11.10);
- d. com base na referida relação de troca, as 369 ações de emissão da York de titularidade dos acionistas minoritários serão incorporadas pela Hypermarcas pelo valor de R\$662.384,4;
- e. em decorrência da operação, serão emitidas, pela Companhia, 23.784 ações ordinárias, nominativas e sem valor nominal, representativas de, aproximadamente, 0,01994% de seu capital social total; e
- f. desse modo, a Companhia propõe que a incorporação seja feita pela seguinte relação de troca de ações da York por ações da Hypermarcas:

Companhia	Valor considerado por ação (R\$)	Relação de substituição *
Hypermarcas	27,85	64,455
York	1.795,02	1

* Quantidade de ações da Hypermarcas que serão recebidas por cada ação detida pelos acionistas minoritários da York.

- g. caso a CVM entenda que a substituição do critério do patrimônio líquido a preços de mercado pelo critério de avaliação contábil não é aplicável, requer a Companhia, alternativamente, a substituição do critério de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado pelo critério de fluxo de caixa descontado para fins do atendimento ao art. 264.

I. Análise e Conclusão

II.1. Da descrição da incorporação

2. Inicialmente, cabe ressaltar que este Relatório limita-se à análise da substituição do critério de avaliação a preços de mercado, previsto no art.

264 da Lei nº 6.404/76, no âmbito da incorporação da York pela Hypermarcas, de forma que não serão abordados aspectos relacionados à operação em si, tais como, a divulgação de informações, a relação de troca, a observância dos deveres fiduciários dos administradores de companhia aberta, dentre outros.

3. A Hypermarcas, sociedade anônima de capital aberto, possui capital social no valor de R\$3.321.194.807,34, dividido em 547.846.370 ações ordinárias, e apresenta a seguinte distribuição acionária, conforme informações constantes do seu Formulário de Referência relativo ao exercício social de 2010, entregue na CVM em 28.10.10 (fl. 21/22):

Composição Acionária da Hypermarcas S.A. (Fonte: FR/10) – Tabela 1

Companhia	Ações ON	%	Ações PN	%	Ações Total	%	Controlador
Igarapava Participações	143.158.410	26,13	0	-	143.158.410	26,13	Sim
Maiorem S.A. de C.V.	93.371.780	17,04	0	-	93.371.780	17,04	Sim
Outros Controladores Pessoas Físicas	38.046.916	6,95	0	-	38.046.916	6,95	Sim
AÇÕES EM TESOURARIA	0	-	0	-	0	-	-
OUTROS	273.269.264	49,88	0	-	273.269.264	49,88	Não
TOTAL	547.846.370	100,00	0	-	547.846.370	100,00	-

4. A Companhia apresenta, ainda, patrimônio líquido de R\$3.437.309.566,07 em 31.12.09, segundo suas Demonstrações Financeiras Anuais Completas arquivadas na CVM em 07.03.10 (fls. 23/24).
5. A York, por sua vez, constituiu-se sob a forma de companhia fechada e possui 99,136% do total das ações ordinárias de sua emissão detidas pela Companhia desde 11.11.10, após a assinatura de Contrato de Venda e Compra pelo valor de R\$95.000.000,00 (§ 3º, item "b" e retro).
6. Ainda, a York publicou suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social findo em 31.12.09, em 15.04.10, no Diário Oficial Empresarial de São Paulo, apresentando patrimônio líquido no valor de R\$30.874.565,33, valor que difere do mencionado na consulta (vide letra "l", § 2º - fl. 25).
7. Segundo a Consulta e adendo protocolizados na CVM, respectivamente em 24.11 e 01.12.10, 369 ações da York detidas por acionistas que não aderiram ao Memorando de Entendimentos, no valor de R\$662.362,38, serão trocadas por ações da Hypermarcas, de acordo com a relação de troca fixada na Incorporação.
8. Nas correspondências, a Hypermarcas solicita à CVM autorização para substituir o critério de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado pelo critério contábil para fins de atendimento ao art. 264 da Lei nº 6.404/76, no âmbito da Incorporação da York. Caso o pleito não seja atendido, a Companhia requer, alternativamente, a utilização do critério de fluxo de caixa descontado.
9. A relação de substituição entre as ações de Hypermarcas e York foi fixada utilizando-se, para avaliação da Hypermarcas, a média ponderada do valor de cotação de encerramento das ações da Companhia nos trinta pregões da BM&FBovespa imediatamente anteriores à data de aquisição das ações representativas de 99,136% do capital da York (11.11.10), e para a York, o valor equivalente a 80% do valor pago por ação aos acionistas detentores de 99,136% do capital social da York que aderiram ao Memorando de Entendimentos (§ 3º, item "a" retro).
10. A Companhia informou que, mesmo sem previsão legal, concederá o reembolso das ações dos acionistas minoritários da Hypermarcas eventualmente dissidentes da deliberação da Incorporação, valor esse fixado tendo em vista o patrimônio líquido referente às Demonstrações Financeiras da Companhia de 31.12.09, nos termos do artigo 45 da Lei nº 6.404/76 (§ 2º, item "o" retro).
11. Ainda em seu pedido, a Companhia afirma que os acionistas minoritários da York que teriam suas ações trocadas por ações da Hypermarcas não estariam sob a tutela da CVM, tendo em vista que a York é sociedade anônima de capital fechado. Por essa razão, a Companhia entende que a apresentação de laudos na forma exigida pelo art. 264 da Lei nº 6.404/76 seria mera formalidade (itens "j/k", § 2º retro).
12. Sendo assim, a Hypermarcas finaliza sua Consulta argumentando que o critério contábil para fins do artigo 264 deveria ser utilizado tendo em vista que (i) a Companhia possui quase 100% das ações da York; (ii) a elaboração do laudo teria apenas valor informacional aos acionistas minoritário da Hypermarcas – aqueles que cabe à CVM tutelar; (iii) a elaboração de laudo a valor de mercado comprometeria o cronograma da Incorporação; (iv) a modificação da participação relativa dos acionistas da Hypermarcas é irrisória; e (v) há precedentes favoráveis na CVM relativos à adoção do critério contábil para fins do artigo 264 da Lei nº 6.404/76.

II.2. Dos Precedentes da CVM acerca do artigo 264 da Lei nº 6.404/76

13. O citado art. 264 da Lei nº 6.404/76 prevê que, na incorporação de companhia controlada por sua controladora, a justificativa 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.
14. Continua o § 3º do mesmo artigo no sentido de que, caso as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, sejam menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista no referido artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia 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 apurado em conformidade com o disposto no caput do art. 264.**
15. O Colegiado da CVM já se manifestou diversas vezes acerca da possibilidade de substituição do critério da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado por outros critérios aceitos, tais como o critério econômico e o contábil. A propósito, citam-se os seguintes Processos:
- a. Processo CVM nº RJ/2005/2597 – Decisão do Colegiado em reunião de 03.05.05

Foi concedida autorização para a Companhia de Bebidas das Américas – Ambev ("Ambev"), que possuía praticamente 100% da incorporada, confrontar os patrimônios das sociedades incorporadora e incorporada (Cia Brasileira de Bebidas – CBB, companhia fechada) com base nos respectivos valores patrimoniais contábeis devido ao desequilíbrio entre as estimativas dos custos de elaboração do laudo de avaliação a preços de mercado (cerca de R\$ 500.000,00) e o potencial valor de desembolso por conta do

direito de retirada (R\$ 4.161,28) aliado ao fato de praticamente inexistirem minoritários em CBB a serem protegidos;

b. Processo CVM nº RJ/2006/7365 – Decisão do Colegiado em reunião de 22.11.05

Autorização para Light S.A., detentora de 94,79% do capital da incorporada, utilizar o critério contábil para atender o disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/76, tendo em vista as peculiaridades do caso e que o laudo de avaliação não serviria de proteção aos minoritários interessados na operação já que, de um lado, os acionistas da Light – Serviços de Eletricidade S.A. teriam sua participação mantida na Light S.A. e, por outro lado, a Light S.A. não possuía minoritários que ensejassem a proteção do art. 264 da Lei 6.404/76;

c. Processo CVM nº RJ/2005/9849 – Decisão do Colegiado em reunião de 31.01.06

O Colegiado deliberou, em razão das circunstâncias presentes na incorporação da Dixie Toga Nordeste S.A. e Dixie Toga Centro Oeste Embalagens S.A. pela Dixie Toga S.A., detentora de 100% das incorporadas, 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 mencionado artigo, autorizando-se a utilização do valor contábil para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404/76;

d. Processo CVM nº RJ/2006/3160 – Decisões do Colegiado nas reuniões de 18 e 30.05.06

Tratou-se de consulta da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, por meio da qual requereu utilização do patrimônio líquido contábil como critério alternativo ao patrimônio líquido a preço de mercado para fins da operação de incorporação de ações de companhia aberta controlada, Petrobras Química S.A. – Petroquisa, considerando o disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/76.

Após nova consulta, o Colegiado deferiu, para fins de atendimento ao disposto no artigo 264 da Lei nº 6.404/76, o uso do valor econômico de Petrobras Química S.A. – Petroquisa e Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, possuidora de 99% do capital daquela companhia, apurado pelo método do fluxo de caixa descontado como critério alternativo de avaliação, entendendo que teria restado atendido o objetivo do artigo 264 quanto a tornar disponível informação de relação de substituição alternativa que possibilite aos acionistas melhor avaliar a equidade da relação de troca proposta no protocolo de incorporação;

e. Processo CVM nº RJ/2007/3465 – Decisão do Colegiado na reunião de 29.05.07

A Ambev solicitou autorização da CVM, com base na parte final do caput do art. 264 da Lei 6.404/76, para confrontar o seu patrimônio com o da sociedade limitada Beverage a ser incorporada, cujas quotas pertencem totalmente à Ambev, com base nos respectivos valores patrimoniais contábeis. O Colegiado deferiu o pleito, ressaltando 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 mencionado artigo, tendo em vista a inexistência de interesses ou direitos de acionistas minoritários a tutelar na incorporação examinada;

f. Processo CVM nº RJ/2009/7847 – Decisão do Colegiado em reunião de 01.09.09

No âmbito da incorporação do Banco Nossa Caixa S.A. pelo Banco do Brasil S.A., a SEP manifestou o entendimento de que a adoção do critério do fluxo de caixa descontado, alternativamente à avaliação a preços de mercado, atenderia ao disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/76, desde que utilizados laudos com data-base recente. O Colegiado concordou com o entendimento da área técnica, manifestando-se pela possibilidade de utilização, no caso concreto, do critério de fluxo de caixa descontado para fins do art. 264; e

g. Processo CVM nº RJ/2009/6414 – Decisão do Colegiado em reunião de 29.09.09

O Banco do Brasil S.A. requereu a dispensa da elaboração dos laudos previstos no art. 264 da Lei nº 6.404/76 ou, subsidiariamente, a autorização para a utilização do critério do patrimônio líquido contábil em substituição aos laudos a preços de mercado previstos naquele artigo, na incorporação da Besc Financeira S.A. – Crédito, Financiamento e Investimentos, companhia fechada da qual detinha 99,58% do capital social. O Colegiado deliberou no sentido de que em função das características da operação, não se justificaria qualquer atuação da CVM no sentido de vir a exigir a utilização do cálculo com base em laudos a preços de mercado, em vez dos laudos contábeis, desde que as administrações das companhias justificassem que os critérios escolhidos como determinantes das relações de substituição previstos no art. 224 da Lei nº 6.404/76 seriam os mais adequados.

16. Ademais, deve ser destacado os seguintes trechos dos votos do então Diretor-Relator Pedro Marcílio, no âmbito do Processo CVM nº RJ/2006/3160, respectivamente nas reuniões do Colegiado de 18 e 30.05.06 (§ 16, item "d" acima): [grifo nosso]

*"é importante perceber que o seu objetivo principal [caput do artigo 264] é informacional (ver Processos RJ2001/9986, RJ2004/5914 e RJ2005/7365). Ele **pretende que seja produzida uma informação nova a ser posta a disposição dos acionistas não controladores da sociedade incorporada, para que se possa aferir a equidade da relação de substituição apresentada.***

08. No caso concreto, a utilização do patrimônio líquido contábil não preencheria esse objetivo (produção de nova informação), dado que, por serem companhias abertas, a legislação vigente já determinada que elas divulguem demonstrações financeiras que apresentam o valor contábil de ambas, sujeitas a auditoria independente. Ou seja, autorizando-se que o critério alternativo ao estabelecido no caput fosse o patrimônio líquido contábil, o objetivo do art. 264 seria frustrado no caso concreto"; e

*"01. O art. 264 tem dupla função. A primeira **informativa** e a segunda **legitimadora** da relação de substituição oferecida pela sociedade controladora e seu acionista controlador (que aprova a relação de substituição na assembleia da sociedade controladora). (...)*

06. Tendo em vista as duas funções da avaliação prevista no art. 264, a autorização para utilização de outro critério deve ser dada pela CVM apenas se (i) o critério for diferente do utilizado para definir a relação de substituição ou do direito de retirada; ou (ii) a operação seja levada para votação em uma estrutura que permita uma legitimação diferenciada da relação de substituição.

*07. Excepcionalmente, apenas, deve-se dar a autorização para a utilização de um outro critério, quando uma das duas condições acima não estiver presente. A excepcionalidade, normalmente, deve relacionar-se com (i) a **diminuta participação dos acionistas não controladores no capital social** e (ii) o **elevado custo da realização da avaliação dos patrimônios segundo os critérios legais**, em comparação com o valor da operação".*

17. Sendo assim, em suma, pode-se afirmar que a exigência trazida pelo artigo 264 da Lei nº 6.404/76 possui dois objetivos: o informacional, na medida em que será produzida uma informação nova a ser posta à disposição dos acionistas não controladores das sociedades incorporadora e incorporada, que poderão avaliar a equidade da relação de substituição apresentada; e o objetivo econômico, pois, dependendo da nova relação de troca apresentada, o acionista dissidente da sociedade incorporadora poderá exercer o seu direito de reembolso com base no laudo a preços de mercado elaborado de acordo com o caput do artigo 264.

18. No entanto, a partir dos precedentes analisados acima, observa-se que o critério a preços de mercado pode ser substituído por outro critério aceito pela CVM (não necessariamente o valor do patrimônio líquido contábil) para atender o artigo 264 da Lei nº 6.404/76, basicamente, nos casos em que (i) há discrepância entre os custos de elaboração do laudo de avaliação a preços de mercado e o valor de desembolso por conta do direito de retirada; (ii) não existe interesses ou direitos de acionistas minoritários tanto da controladora, quanto da controlada, a serem tutelados na incorporação; (iii) e a totalidade, ou praticamente a totalidade do capital social da incorporada é detido pela incorporadora.

II.3. Análise do caso concreto

19. Inicialmente, cabe ressaltar que a Incorporação 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 York. 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 nº 6.404/76, mas a substituição deste critério pelo patrimônio líquido contábil ou fluxo de caixa descontado, 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.
20. Quanto à Consulta relativa ao art. 264 da LSA, a Hypermarcas solicita a substituição da elaboração de laudo pelo critério a valor de mercado, **pelo critério contábil ou, alternativamente, fluxo de caixa descontado**.
21. A propósito, cabe ressaltar os seguintes pontos abordados pela Companhia em sua correspondência:
- a. a relação de substituição de que trata o inciso I do art. 224 da Lei nº 6.404/76 entre as ações de Hypermarcas e York foi definida utilizando-se a média ponderada do valor de cotação de encerramento das ações da Hypermarcas nos trinta pregões da BM&FBovespa imediatamente anteriores à data de aquisição das ações da York, no valor de R\$27,85, e o valor de R\$1.795,02 equivalente a 80% do valor que foi pago por ação aos acionistas detentores de 99,136% do capital social da York, contabilizando R\$662.362,81;
 - b. com base na referida relação de troca, as 369 ações de emissão da York de titularidade dos acionistas minoritários – representativas de 0,864% de seu capital social – serão incorporadas pela Hypermarcas pelo valor de R\$662.384,40, sendo emitidas 23.784 ações ordinárias representativas de, aproximadamente, 0,02% do capital total da Companhia;
 - c. os acionistas minoritários da York não estão sob a tutela da CVM, tendo em vista tratar-se de sociedade anônima de capital fechado; e
 - d. segundo informado pela Companhia, haveria claro desequilíbrio entre o valor informacional do laudo a preços de mercado e os custos, diretos e indiretos, de sua elaboração.
22. Como visto, o artigo 264 da Lei nº 6.404/76 possui finalidade informacional e econômica.
23. Na Incorporação pela Hypermarcas, a finalidade informacional reside no fato de que os acionistas das companhias envolvidas na operação poderão analisar comparativamente a relação de substituição adotada para avaliar se a diluição a que se submeterão será equitativa e justa.
24. Segundo decisão do Colegiado mencionada no § 18 retro, a elaboração de laudos para os fins do artigo 264 deve cumprir o requisito da novidade, ou seja, deve tratar-se de informação nova a ser posta à disposição dos acionistas das sociedades envolvidas na incorporação.
25. No caso ora em tela, tanto a Hypermarcas, quanto a York publicaram e divulgaram suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social de 2009, em conformidade com o artigo 176 da Lei nº 6.404/76 (§§ 6º e 8º acima). No entanto, segundo informado na consulta, 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 30.09.10) (vide letra "u", § 2º).
26. Há que se considerar, ainda, que o aumento de capital da Companhia em virtude da Incorporação será de R\$662.384,40, valor insignificante frente ao capital social atual de R\$3.321.194.807,34, de modo que com a emissão de 23.784 ações ordinárias, a diluição dos acionistas da Hypermarcas seria de apenas 0,02%.
27. Assim, do ponto de vista informacional, relativamente às situações que cabe à CVM tutelar, diante de tão pequena diluição, parece não haver, para os acionistas não controladores da Hypermarcas, benefício suficiente na elaboração de laudos a preços de mercado, uma vez que estes arcarão, ainda que indiretamente, com o custo da elaboração de tais laudos e que a diluição que sofrerão com o aumento de capital é mínima.
28. A finalidade econômica, por sua vez, refere-se diretamente à possibilidade dos acionistas minoritários da York exercerem o seu direito de reembolso na eventualidade de a relação de troca estabelecida com base no laudo previsto do artigo 264 ser melhor que a relação estabelecida para os fins do inciso I do art. 224 da Lei nº 6.404/76. Conforme dito no item "c" do parágrafo 23 acima, a sociedade a ser incorporada é uma companhia fechada, não cabendo a esta Comissão a tutela dos direitos do respectivo grupo de acionistas não controladores.
29. Ademais, importa citar que as ações ordinárias de emissão da Hypermarcas possuem extrema liquidez, sendo cotadas a R\$25,60 no fechamento do pregão de 10.12.10 (fl. 26). Assim, as 23.784 ações de Hypermarcas que serão emitidas na incorporação da York, valem, em mercado, aproximadamente R\$608.870,4, valor bastante superior ao montante de R\$266.756 que seria obtido pelos os acionistas não controladores da York caso decidam exercer seu direito de recesso com base no valor contábil (tomando por base o PL de 31.12.09 - §8º).
30. Frisa-se que, dentre os precedentes do Colegiado da CVM citados, o caso analisado no âmbito do Processo CVM nº RJ/2009/6414, que envolvia a incorporação de companhia fechada por companhia aberta, é o que mais se aproxima da situação concreta (§ 16, item "g").
31. Na ocasião, decidiu-se que não se justificaria qualquer atuação da CVM no sentido de vir a exigir a utilização do cálculo com base em laudos a preços de mercado, em vez dos laudos contábeis, tendo sido abordado que (i) a incorporada, na qualidade de companhia fechada, não teria obrigatoriedade de publicação e divulgação de suas demonstrações financeiras ao mercado; e (ii) na operação, uma vez que se estaria diante de incorporação de companhia fechada por companhia aberta, não havia direito de acionista dissidente a proteger, de modo que a apuração dos valores das companhias para efeito do art. 264 cumpriria unicamente a função de prover informação adicional aos acionistas minoritários da incorporadora.
32. Diante do exposto, considerando o precedente mencionado (Processo CVM RJ-2009-6414), entendo que, também nesse caso, "não se justificaria qualquer atuação da CVM no sentido de vir a exigir a utilização do cálculo com base em laudos a preços de mercado, em vez dos laudos contábeis", destacando-se, dentre as características específicas da operação:

- a. tratar-se de incorporação de companhia fechada por companhia aberta;
- b. a diminuta participação dos acionistas não controladores no capital social da companhia fechada incorporada York (0,864%);
- c. o elevado custo da realização da avaliação dos patrimônios segundo o critério de avaliação a preços de mercado, custo esse desproporcional ao valor informacional que o laudo a preços de mercado representaria para os acionistas da Companhia;
- d. a pequena diluição a que serão submetidos os acionistas da Hypermarchas, em decorrência da incorporação da York; e
- e. a relação de troca da Incorporação ter sido estabelecida com base em critérios diversos daqueles ora propostos para fins do art. 264 da Lei nº 6.404/76.

Isto posto, **sugiro** o envio do presente Processo à Superintendência Geral, para posterior encaminhamento ao Colegiado da CVM.

Atenciosamente,

Camila Rossini Pantera

Assistente GEA-4

De acordo

Juliana Vicente Bento

Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

De acordo

Elizabeth Lopez Rios Machado

Superintendente de Relações com Empresas