



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### RELATÓRIO Nº 122/2017-CVM/SEP/GEA-2

Rio de Janeiro, 9 de agosto de 2017

Para: SEP

De: GEA-2

**Assunto: Consulta de companhia aberta - incorporação de controlada subsidiária integral - Lei 6.404/76, artigo 264 - Instrução CVM nº 565/15**

**Processo nº 19957.006857/2017-19**

**GERDAU S.A.**

#### 1. ORIGEM

1. Trata-se de consulta realizada no dia 31/07/2017 pela GERDAU S.A. acerca da dispensa do laudo do valor de patrimônio líquido avaliado a preços de mercado para fins de incorporação de suas controladas **Gerdau Aços Especiais S.A. (GAE)** e **Gerdau América Latina Participações S.A. (GALP)**.

#### 2. FATOS

2. A GERDAU S.A. pretende implementar uma simplificação da sua estrutura societária e de controle que contempla a simplificação operacional e redução dos custos incidentes sobre operações entre sociedades envolvidas (administrativos e de gestão).

3. Os acervos da **Gerdau Aços Especiais S.A. (GAE)**, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 07.359.641/0002-67, e da **Gerdau América Latina Participações S.A. (GALP)**, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 07.430.351/0001-81, serão absorvidos integralmente pela GERDAU S.A., que já é, respectivamente, titular de 99,55% e 99,12% das ações representativas do capital social dessas controladas, segundo informação contida no item “15.4 - Organograma dos acionistas e do grupo econômico” do FRE V3 de 03/08/2017.

4. Para tal mister, apresenta o presente pedido de dispensa da elaboração de laudo de avaliação a preços de mercado previsto no artigo 264 da Lei nº. 6.404 e, caso contrário, que se possa utilizar o critério de patrimônio contábil para o laudo.

5. A Companhia observa que na operação sob consulta, as sociedades a serem incorporadas não serão integralmente controladas (100%) pela GERDAU S.A. no momento da deliberação da operação, não se enquadrando nos termos da Deliberação CVM nº 559/08, e, portanto, deverá ser submetida ao escrutínio do Colegiado.

6. A GERDAU S.A. ainda não definiu data para realizar a Assembleia Geral que irá deliberar sobre a referida incorporação, mas pretende que a AGE que deliberar sobre a operação ocorra até o final de setembro de 2017.

7. A Companhia, a respeito da incorporação, não se manifestou como será realizada a

divulgação da operação ao mercado.

8. A GERDAU S.A. entende que, para fins da Incorporação, a elaboração dos laudos de avaliação previstos no artigo 264 da Lei das Sociedades por Ações não é necessária, pelas seguintes razões:

8.1. a GAE e a GALP são companhias fechadas, de modo que não haveria acionista a serem protegidos por essa CVM;

8.2. a incorporadora, no momento imediatamente anterior à incorporação, já será titular da quase totalidade da participação societária das incorporadas;

8.3. os patrimônios líquidos das incorporadas já estão refletidos no patrimônio líquido da GERDAU S.A. (GAE = 99,55% e GALP = 99,12%) em decorrência da aplicação do método de equivalência patrimonial;

8.4. a diluição estimada dos acionistas da incorporadora é ínfima, sendo estimada em 0,0779%;

8.5. os custos para elaboração dos laudos seriam altos frente ao benefício gerado por sua confecção, e seriam arcados em última instância, pelos acionistas da GERDAU S.A.

9. A GERDAU S.A. apresenta algumas decisões do Colegiado precedentes onde a CVM reconheceu que não se justificaria sua atuação para exigir a elaboração de laudo de avaliação previsto no artigo 264 da Lei 6.404/76.

10. Cita o Processo nº RJ2009/6414 (incorporação da BESC FINANCEIRA – CFI pelo Banco do Brasil S.A.), de 29/09/09, que entende que possui características essenciais que são análogas ao da presente consulta e que as mesmas características que determinaram a decisão de não justificar-se a intervenção da CVM naquele processo encontram-se presentes nesse caso.

11. Cita, ainda, o processo RJ2010/16879, de 28/12/2010, formulado por Hypermarcas S.A. no âmbito da incorporação da YORK S.A. Indústria e Comércio, em que o Colegiado entendeu possível a substituição dos laudos a preços de mercado por laudos contábeis, essencialmente, pelos mesmos motivos, considerando também diminuta a participação de acionistas na incorporada no montante de 0,864% do capital social, semelhante ao da companhia com maior dispersão a ser incorporada pela GERDAU.

12. A Companhia estima que os custos em que a GERDAU incorreria, direta ou indiretamente, para dar cumprimento integral às disposições normativas analisadas, seriam significativos, e não gerariam nenhum benefício para si ou para seus acionistas, além de o prazo necessário para a elaboração de tais laudos prejudicar o cronograma das operações.

13. Apenas para fins de informação, afirma que no contexto da incorporação não haverá aumento de capital, uma vez que não serão emitidas novas ações, mas entregues ações preferenciais de emissão da Companhia mantidas em tesouraria, em substituição àquelas de GAE e GALP.

14. Ante o exposto, a Companhia requer, em linha com o entendimento acima apresentado e diante das características presentes na Incorporação, o encaminhamento do pleito ao Colegiado para confirmar o reconhecimento, por parte dessa Autarquia, de que não se justifica qualquer atuação da CVM no sentido de exigir a elaboração de laudos de avaliação a preços de mercado, de que trata o artigo 264 da Lei das Sociedades por Ações. E, caso contrário, apenas para argumentar, que se possa utilizar o critério de patrimônio contábil para o laudo.

### 3. ANÁLISE

#### Análise dos casos precedentes

15. No Processo nº RJ2009/6414 (caso BB) o Colegiado, acompanhando o exposto no RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº092/09 e no MEMO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 286/09, deliberou no sentido de

que: "(i) a CVM não possui autorização legal para dispensar a elaboração do cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada de que trata o art. 264 da Lei 6.404/76; e (ii) em função das características da operação, não se justifica 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 justifiquem que os critérios escolhidos como determinantes das relações de substituição previstos no art. 224 da Lei 6.404/76 são os mais adequados."

16. No Processo nº RJ2010/16879 (caso Hypermarcas) o Colegiado, acompanhando o exposto no RA/CVM/SEP/GEA-4/165/10, 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", 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 Hypermarcas, 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."

17. Entretanto, ressaltamos que existem diferenças entre o presente caso e os precedentes no que se refere aos critérios utilizados para determinar as relações de substituição. No caso Hypermarcas, a relação de substituição entre as ações dessa e da 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.

18. O presente caso também difere do caso BB, tendo em vista que na incorporação societária da BESCREDI pelo BB, para se determinar as relações de substituição previstas no art. 224 da LSA, os patrimônios das companhias foram avaliados, respectivamente, pelo critério de patrimônio líquido contábil e de cotação das ações no mercado de valores mobiliários.

19. No presente caso para se determinar as relações de substituição previstos no art. 224 da LSA, ambos os patrimônios serão avaliados pelo critério de patrimônio líquido contábil, ou seja, tanto o patrimônio da incorporadora (GERDAU S.A.) como o da incorporada (GAE e a GALP).

20. Nesse sentido, nos dois precedentes analisados, tanto no caso BB como na Hypermarcas, ao apresentarem os critérios de avaliação contábil, tanto da incorporada como da incorporadora para fins do artigo 264 da LSA, de fato foi apresentada uma nova informação que diferiu da apresentada para fins do art. 224.

### **Análise do caso concreto**

21. 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 GERDAU S.A.), bem como a GERDAU S.A. não detém 100% do capital social da GAE e da GALP. Além disso, na presente Consulta, 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, e em caso negativo, alternativamente a GERDAU requer que se possa utilizar o critério de patrimônio líquido contábil para o laudo, o que não se enquadraria no inciso II da citada Deliberação CVM nº 559/08. Dessa forma, não caberia à SEP, mas ao Colegiado da CVM, manifestar a opinião desta Autarquia quanto à Consulta formulada.

22. Sobre esse pedido alternativo em caso de não se confirmar o entendimento com relação à desnecessidade de elaboração do laudo a que se refere o art. 264, nos parece que não há uma nova informação a ser elaborada pela Companhia, tendo em vista que a relação de substituição das ações da incorporadora por ações da incorporada (art. 224 da LSA ) será determinada com base no critério de patrimônio líquido contábil, reputado pela Companhia como adequado para refletir os valores das companhias no âmbito da definição da relação de troca.

23. A GERDAU S.A., sociedade anônima de capital aberto, possui capital social no valor de R\$ 19.249.181 mil, dividido em 573.627.483 ações ON e 1.146.031.245 ações PN, e apresentando a seguinte distribuição acionária, conforme informações constantes do seu Formulário de Referência V3 relativo ao exercício social de 2016: BlackRock, Inc. com 57.457.132 ações PN (5%), Metalúrgica Gerdau S.A. com 483.922.176 ações ON (84,4%) e 169.447.907 ações PN (14,8%), OUTROS com 88.007.769 ações ON (15,3%) e 910.296.962 ações PN (79,4%), Ações em tesouraria com 1.697.538 (0,3%) e 8.829.244 ações PN (0,8%).

24. O valor do patrimônio líquido em 31/12/2016 alcançou R\$ 24.274.653 mil.

25. Nos termos do Formulário de Referência 2017 da Companhia, versão 4.0, de 03/08/2017 (FRE- V4), a GAE é uma companhia fechada, tem como atividade ser uma “*Indústria e comércio de produtos de aços especiais*” e é mantida pela Companhia em face da “*Estratégia da Companhia e estrutura societária*”.

26. A GALP é uma companhia fechada, tem como atividade a “*Participação direta ou indireta em empresas da Gerdau*” e é mantida pela Companhia em face da “*Estratégia da Companhia e estrutura societária*”.

27. No caso concreto, foi feita uma consulta ao FRE- V4, itens “*9.1.c. - Participações em sociedades*” e “*15.4 – Organograma dos acionistas e do grupo econômico*”, de maneira que se verificou que a Companhia é, de fato, titular de 99,6% dos títulos representativos do capital da GAE e de 99,1% da GALP.

28. No mesmo sentido, foi feita uma consulta às notas explicativas das demonstrações financeiras individuais da controladora (GERDAU S.A.) e consolidadas em 31 de dezembro de 2016, na qual destacamos que na nota explicativa “*NE 3.1 - Empresas controlada*” é confirmada a participação de 99,55% dos títulos representativos do capital da GAE e de 99,12% da GALP.

29. Ressaltamos que o grupo de acionistas minoritários das companhias fechadas GAE e GALP não está sob tutela da CVM, tendo em vista que são sociedades anônimas de capital fechado.

30. O citado art. 264 da Lei nº 6.404/76 prevê que, na incorporação de companhia controlada por sua controladora, 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.

31. No seu § 3º há determinação 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.

32. Com base nas decisões do Colegiado podemos perceber 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, destacando-se, dentre as principais características que devem

estar presentes na operação: (i) a diminuta participação dos acionistas não controladores no capital social da companhia fechada incorporada; (ii) o elevado custo da realização da avaliação dos patrimônios segundo os critérios legais, em comparação com o valor da operação; (iii) a pequena diluição a que serão submetidos os acionistas da companhia aberta e (iv) 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.

33. De acordo com o pedido, os acionistas minoritários da GAE e da GALP não estão sob a tutela da CVM, tendo em vista tratar-se de sociedades anônimas de capital fechado. Salienta-se que a participação desses minoritários nas referidas companhias fechadas é de 0,45% e 0,88%, respectivamente.

34. Ainda analisando as operações de incorporação do ponto de vista informacional, relativamente às situações que cabe à CVM tutelar, diante da pequena diluição informada, parece não haver, para os acionistas não controladores da GERDAU, benefício suficiente na elaboração de laudos a preços de mercado, uma vez que estes arcariam, ainda que indiretamente, com o custo da elaboração de tais laudos e que a diluição estimada que sofrerão com o aumento de capital é ínfima, sendo informada no pedido que alcançaria 0,0779%.

35. Aparentemente haveria desequilíbrio entre o valor informacional do laudo a preços de mercado e os custos, diretos e indiretos, de sua elaboração.

36. Entretanto, em relação à finalidade de que os acionistas das companhias envolvidas na operação possam analisar comparativamente a relação de substituição adotada para avaliar se a diluição a que se submeterão será equitativa e justa, aparentemente não estará presente neste caso, tendo em vista que a relação de substituição será definida pelo patrimônio líquido contábil da incorporada e da incorporadora, sendo o mesmo critério "alternativo" que a GERDAU sugeriu "elaborar" caso não seja confirmado o entendimento com relação à desnecessidade da elaboração do laudo a que se refere o art. 264.

37. A título de informação, salientamos que não haverá aumento de capital da Companhia em virtude da Incorporação uma vez que não serão emitidas novas ações, mas entregues ações preferenciais de emissão da Companhia, mantidas em tesouraria, em substituição às ações de GAE e GALP.

#### 4. CONCLUSÃO

38. Sobre o pedido alternativo em caso de não se confirmar o entendimento com relação à desnecessidade de elaboração do laudo a que se refere o art. 264, frisa-se que será necessário a elaboração de laudo baseado em critério de patrimônio contábil, não como alternativa ao laudo do art. 264, mas para fins de determinação da relação de substituição das ações da incorporadora por ações da incorporada (art. 224 da LSA).

39. Diante do exposto, considerando os precedentes mencionados, entendo que, embora nesse caso, a relação de troca da Incorporação não tenha sido estabelecida com base em critérios diversos daqueles ora propostos para fins do art. 264 da Lei nº 6.404/76 não se justifica a atuação da CVM para exigir a elaboração de laudo 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, nos termos do art. 264 da Lei nº 6.404/76, destacando-se, dentre as características específicas da operação:

- 39.1. a diminuta participação dos acionistas não controladores no capital social;
- 39.2. o elevado custo da realização da avaliação dos patrimônios segundo os critérios legais, em comparação com o valor da operação;
- 39.3. a pequena diluição a que serão submetidos os acionistas da companhia

aberta.

40. Tendo em vista que a Companhia possui urgência para deliberar sobre a referida incorporação, esta Superintendência se dispõe a relatar o caso na reunião de Colegiado em que vier a ser pautado.

Atenciosamente,

**GUILHERME ROCHA LOPES**

Gerente de Acompanhamento de Empresas 2

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GEA-2.

Atenciosamente,

**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 **Guilherme Rocha Lopes, Gerente**, em 22/09/2017, às 16:39, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 22/09/2017, às 16:54, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0334536** e o código CRC **C6F0006C**.  
*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" 0334536 and the "Código CRC" C6F0006C.*

---