



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.001012/2019-07

Reg. Col. nº 1356/2019

Interessados: Kilimanjaro Brasil Partners I B – Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior
Elekeiroz S.A.

Assunto: Consulta acerca da possibilidade de adoção de procedimento diferenciado em OPA Unificada por alienação de controle e para cancelamento de registro

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de consulta formulada por Kilimanjaro Brasil Partners I B – Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior (“Consulente” ou “Fundo”) acerca da possibilidade de adoção de procedimento diferenciado em oferta pública de aquisição de ações unificando as modalidades (i) por alienação de controle e (ii) para cancelamento de registro (“OPA Unificada”) de Elekeiroz S.A. (“Elekeiroz” ou “Companhia”), nos termos do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/2002.

2. Atualmente, o processo de registro da OPA Unificada encontra-se suspenso em razão dos recursos interpostos pelo Consulente e pela Companhia contra a decisão do Colegiado que deferiu o adiamento da assembleia especial de acionistas titulares de ações em circulação no mercado (AGESP) para deliberar sobre eventual nova avaliação da Companhia para fins de apuração de seu valor justo.

3. Em paralelo ao pedido de registro da OPA Unificada, em dezembro de 2018, a Superintendência de Relações com Empresas - SEP concluiu pela necessidade de a Elekeiroz submeter a aquisição de 50% do capital da Nexoleum Bioderivados Ltda. (“Nexoleum”), ocorrida em 23.02.2016, à ratificação pela sua assembleia geral, nos termos do artigo 256 da Lei nº 6.404/1976. Nessa assembleia, os acionistas dissidentes terão o direito de se retirar da Companhia,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mediante reembolso do valor das suas ações, uma vez que a Companhia não atenderia aos critérios de dispersão e de liquidez descritos no artigo 137, II, da Lei nº 6.404/1976.

4. O procedimento diferenciado pleiteado pelo Fundo se refere unicamente à forma de cômputo do quórum necessário para o cancelamento de registro. Considerando as particularidades do caso, o Consulente pleiteia que o quórum considere não só as ações alienadas no âmbito da OPA Unificada ou detidas por acionistas que expressamente concordem com o cancelamento de registro¹, como também aquelas detidas por acionistas que venham a exercer o direito de recesso em razão de deliberação de eventual assembleia geral extraordinária convocada para ratificar a aquisição, pela Elekeiroz, de participação na Nexoleum (“AGE”).

5. Em 26.03.2019, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE submeteu o assunto ao Colegiado, que deu início à discussão da matéria. O exame foi, contudo, suspenso em razão do meu pedido de vistas.

6. Analisando a proposta original do Consulente, a SRE² opinou pelo indeferimento do pedido de procedimento diferenciado, destacando, com precisão, ser necessário ponderar “a razoabilidade e proporcionalidade desse efeito que o procedimento proposto produz na OPA, à luz da regulamentação aplicável”³. Nessa perspectiva, a área técnica assinalou que a Instrução CVM nº 361/2002 consagra, como princípios norteadores do regime das ofertas públicas de aquisição, a garantia de tratamento equitativo (artigo 4º, II) e a uniformidade do preço (artigo 4º, V). Lembrou, ainda, que o normativo admite que a OPA preveja “preços à vista e a prazo distintos para os mesmos destinatários, desde que a faculdade de escolha caiba aos destinatários”⁴.

7. A manifestação da SRE naquela oportunidade baseava-se na primeira proposta de procedimento diferenciado apresentada pelo Fundo, que previa preços distintos para a OPA e para o recesso. Com efeito, a oferta então proposta já previa ajustes no preço-base, ajustando-o às orientações do Colegiado na decisão sobre o adiamento da assembleia (v. item IV deste voto), mas previa que a oferta alternativa, com preço 100% à vista, seria realizada a um preço

¹ Art. 21. Na OPA para cancelamento de registro, os acionistas serão considerados: I – concordantes com o cancelamento de registro, se aceitarem a OPA, vendendo suas ações no leilão, ou manifestarem expressamente sua concordância com o cancelamento;

² Memorando nº 19/2019-CVM/SRE/GER-1, de 08.03.2019 (“Memorando SRE”).

³ Item 24 do Memorando SRE.

⁴ Item 25 do Memorando SRE.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

substancialmente inferior ao valor do reembolso: R\$6,75 e R\$14,45, respectivamente. Diante dessa diferença dos preços propostos para os dois grupos que se pretendia aglutinar para fins de cômputo do quórum, a área técnica concluiu que “o procedimento diferenciado (...) não parece observar os princípios básicos de tratamento equitativo e preço uniforme”⁵.

8. Ademais, a SRE entendeu que os acionistas objeto da OPA ficariam coagidos a vender suas ações no âmbito da OPA, uma vez que, considerando o percentual de ações em circulação e o de ações habilitadas a exercer o recesso – dos quais tratarei com mais vagar adiante – o resgate previsto no § 5º do artigo 4º da Lei nº 6.404/1976 provavelmente seria deliberado logo após a conclusão da oferta⁶.

9. Em 14.05.2019, o Consulente aditou sua consulta para equiparar o preço alternativo da OPA Unificada ao valor do reembolso das ações detidas por acionistas que dissintam da deliberação da AGE. Com essa mudança, que representou um aumento substancial no preço à vista até então previsto para a oferta, buscou resolver os problemas apontados pela SRE relacionados à necessidade de tratamento equitativo e preço uniforme.

II. CONFIDENCIALIDADE

10. Solicitou a Consulente que fosse conferido tratamento confidencial à consulta “a menos que e a partir de” eventual decisão favorável do Colegiado acerca da presente consulta e dos demais processos envolvendo os temas a ela correlatos,⁷ tendo em vista “a sensibilidade da matéria, seu atual estágio de indefinição, as discussões a ela relacionadas envolvendo a Companhia, seus acionistas e a CVM”. Na visão do Fundo, o tratamento confidencial seria fundamental para evitar especulações e rumores de mercado, bem como negociações com ações de emissão da Companhia com base em informações oriundas da consulta.

11. No entender da SRE, a consulta deveria ser tratada com sigilo até a decisão do Colegiado da CVM a seu respeito, quando então estariam definidos os elementos necessários para evitar especulações ou rumores de mercado acerca da OPA Unificada.

⁵ Item 26 do Memorando SRE.

⁶ Itens 30 e 31 do Memorando SRE.

⁷ Conforme item 18 do Aditamento à Consulta apresentado pelo Fundo “a menos que e a partir do momento em que o Colegiado decida favoravelmente ao entendimento da Consulente objeto da Consulta, em conjunto com os demais processos e recursos ora pendentes na CVM envolvendo a OPA unificada, a assembleia geral extraordinária de ratificação da aquisição da Nexoleum e a assembleia geral especial do art. 4º”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

12. Em primeiro lugar, parece-me importante destacar a importância de a CVM analisar, em sede de consulta, questões jurídicas complexas – muitas vezes inéditas – que permeiam o lançamento de uma OPA. A discussão que nos foi submetida é justamente um desses casos.

13. Tenho que as consultas são o instrumento mais adequado para lidarmos com essas novas questões. Os procedimentos de registro estabelecidos nas regras que disciplinam as ofertas públicas, tanto de distribuição quanto de aquisição, foram pensados para processo ordinários de registros, que seguem, em linhas gerais, as práticas já estabelecidas, e não para resolver questões jurídicas complexas. De certo, em determinadas situações não é possível segregar o enfrentamento dessas questões do próprio processo de registro, mas quando o é – como nesse caso – parece-me que a consulta deve ser o instrumento prestigiado.

14. A possibilidade de manutenção da consulta em sigilo, naturalmente apenas por um período razoável, é um componente importante para que as consultas passem a ser mais utilizadas. Com efeito, em certas matérias o tratamento confidencial é verdadeira pré-condição para que o assunto seja levado à CVM em sede de consulta.

15. Em certos casos, a proteção dos legítimos interesses dos participantes do mercado pode ser alcançada por meio de uma medida menos drástica: a simples omissão, em nossas manifestações, de informações que permitam identificar o consulente. Outros casos, no entanto, envolvem fatos tão particulares que a simples omissão do nome do consulente não seria capaz de resguardar sigilo sobre a operação pretendida. Essa parece ser justamente a situação do caso em análise.

16. No caso em tela, o Fundo avalia a possibilidade de que o quórum de sucesso da OPA Unificada compreenda não apenas as ações alienadas no âmbito da referida oferta ou detidas por acionistas que expressamente concordem com o cancelamento de registro, como também aquelas detidas por acionistas que venham a exercer o direito de retirada na AGE. Além disso, o Consulente propõe, ainda, que o preço alternativo da OPA Unificada corresponda ao valor do reembolso a ser pago em decorrência de eventual exercício do direito de recesso na AGE – que é significativamente superior ao preço originalmente divulgado no fato relevante que anunciou a intenção do Fundo de lançar a OPA.

17. Considerando as particularidades do presente caso, na hipótese de o Colegiado da CVM decidir pelo deferimento do pleito do Consulente, a meu ver, e como destacado pelo próprio Fundo, o levantamento do sigilo deverá ocorrer simultaneamente à divulgação da decisão proferida pela autarquia. Nessa circunstância, entendo que não mais estariam presentes quaisquer elementos de incerteza aptos a criar especulações desmedidas no mercado, cabendo ao Consulente e,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

eventualmente, à Companhia a adoção das providências necessárias, nos termos das Instruções CVM nº 358/2002 e nº 361/2002.

18. De outra parte, caso o Colegiado entenda pelo indeferimento do pleito formulado pelo Consulente, a meu ver, deve-se prestigiar o sigilo, por um período razoável, tanto da consulta quanto do conteúdo da decisão da autarquia. É que, no meu sentir, nessa hipótese, a divulgação imediata dessas informações acabaria por criar uma excessiva volatilidade no mercado, sem que, contudo, houvesse qualquer definição, de um lado, quanto aos eventuais ajustes no preço da OPA Unificada por parte do Consulente e, de outro, quanto ao exercício da prerrogativa da Companhia de recorrer da decisão da SEP acerca da obrigatoriedade de convocar a AGE. A informação geraria enorme especulação no mercado em decorrência das incertezas que dela adviriam, ao passo que não cumpriria a finalidade de informar os investidores.

19. Nesse sentido, entendo que o preceito geral de publicidade dos atos da administração estabelecido pela Lei de Acesso à Informação – Lei nº 12.527/2011 – não afastou as regras de sigilo previstas nas legislações específicas. Por exemplo, o artigo 157, §5º, da Lei nº 6.404/1976 expressamente prevê que os administradores de companhias abertas podem consultar à CVM sobre sua decisão de não divulgar imediatamente informação relevante por entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia⁸. A exigência de imediata divulgação da decisão da CVM acerca do pedido de confidencialidade, sob o fundamento da Lei de Acesso à Informação, tornaria letra morta a regra do §5º do artigo 157 da Lei Societária, que permanece em vigor.

20. Do mesmo modo, há previsão legal que busca assegurar que as ofertas públicas sejam preparadas em sigilo (artigo 260 da Lei nº 6.404/1976). Embora o referido comando esteja inserido na seção destinada à aquisição de controle mediante oferta pública, parece-me que uma interpretação literal do artigo 260 contraria os objetivos da lei, além de tratar as diferentes modalidades de OPA de modo injustificadamente assistemático. Nesse sentido, destaco que a Instrução CVM nº 361/2002 consagra o sigilo para todas as modalidades de OPA (artigo 4º-A), buscando, dentre outras finalidades, evitar uma volatilidade excessiva do mercado em razão da

⁸ Art. 157. *Omissis*. § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

possibilidade de lançamento de uma OPA⁹⁻¹⁰⁻¹¹.

21. A prerrogativa de manter em sigilo informações relevantes é frequentemente utilizada para evitar a divulgação de negócios em momento em que não há certeza de sua concretização¹². Trata-se de medida salutar, que evita uma volatilidade desmedida no mercado, ainda que deva, naturalmente, ser sempre acompanhada de cuidados necessários para evitar a prática do *insider trading*.

22. A propósito, cumpre ressaltar que o parágrafo único do artigo 13 da Lei nº 6.385/1976¹³ conferiu à CVM a prerrogativa de, a seu critério, divulgar ou não as respostas às consultas que lhe são formuladas. A despeito de tal autorização, entendo que consultas como essa não devem ser mantidas indefinidamente em sigilo, principalmente em decorrência do fato de que as respostas da autarquia fornecem orientações importantes a outros participantes do mercado.

23. Diante de todo o exposto, voto pela manutenção do tratamento confidencial à presente consulta (i) até a divulgação da decisão do Colegiado acerca da consulta, caso seja favorável ao pleito do Consulente; ou (ii) pelo prazo de 6 (seis) meses contados da data da decisão do Colegiado, caso seja desfavorável ao pleito do Consulente. A meu ver, 6 (seis) meses é um prazo consideravelmente razoável para permitir tanto uma diminuição no potencial especulativo do mercado acerca da notícia, quanto que o Consulente e a Companhia possam adotar as medidas que entenderem necessárias acerca dos temas em questão.

⁹ Nessa direção, ressalto que a Diretiva 2004/25/CE, que regula as OPAs na Comunidade Europeia, elenca o sigilo na fase de estruturação da oferta como um dos princípios gerais (artigo 1º, “e”): “Um oferente só deve anunciar uma oferta depois de se assegurar de que está em plenas condições de satisfazer integralmente qualquer contrapartida em numerário, caso a oferta tenha sido feita nesses termos, e depois de tomar todas as medidas razoáveis para garantir a entrega de qualquer outro tipo de contrapartida”.

¹⁰ Sobre o assunto cf. KERSHAW, David. *Principles of Takeover Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2016, pp. 155 e ss.

¹¹ Recentemente, reconhecendo a relevância do sigilo no contexto de preparação das ofertas públicas, o Colegiado da CVM editou a Deliberação CVM nº 809/2019, que cuidou de instituir e disciplinar o procedimento de análise reservada dos pedidos de registro de oferta pública de distribuição de ações, bem como dos pedidos de registro de companhia aberta relacionados a tais ofertas públicas.

¹² Sobre o assunto, reporto-me ao voto que proferi no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.004805/2016-27 (RJ2014/3402), j. em 13.12.2018, do qual fui relator. Cabe lembrar, nesse ponto, que tal prerrogativa se esvai quando há vazamento da informação ou oscilação atípica na cotação ou volume das ações objeto.

¹³ Art. 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor. Parágrafo único. Fica a critério na Comissão de Valores Mobiliários divulgar ou não as respostas às consultas ou aos critérios de orientação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

III. CONTEXTO DA CONSULTA

24. A Elekeiroz é uma companhia aberta com capital altamente concentrado. Atualmente, as ações em circulação representam apenas 3,513% de seu capital social.

25. Pode-se afirmar com razoável grau de segurança que esse percentual – que na sua inteireza já se mostra pouco representativo – será bastante reduzido em um futuro próximo em razão de dois eventos. O primeiro é inquestionável: o novo controlador está obrigado a realizar a OPA por alienação de controle. A companhia e a área técnica da CVM ainda divergem quanto ao segundo desses eventos – a ratificação, pela assembleia geral da Elekeiroz, da aquisição de participação na Nexoleum – mas o fato é que, a depender da nossa resposta à consulta em exame, essa divergência ficará superada.

26. O valor de reembolso a ser pago aos acionistas que exercerem o recesso em razão da ratificação da aquisição, pela Elekeiroz, da participação na Nexoleum embute um prêmio substancial em relação ao preço médio usual de negociação das ações da Companhia no mercado.¹⁴ Consequentemente, pode-se imaginar que um percentual significativo dos acionistas habilitados a exercer o recesso – i.e. aqueles que eram acionistas da Companhia à época da aquisição da Nexoleum e mantiveram sua posição – irá vender as ações para capturar o prêmio que o valor de reembolso tem em relação ao preço de mercado.

27. Em suas manifestações, o Consulente estima que 85% do *free float* atual da Companhia terão direito a exercer o recesso. Caso todos esses acionistas exercessem o recesso, as ações em circulação de emissão da Elekeiroz representariam ao final apenas 0,53% do capital social da Companhia. Mesmo assumindo uma adesão menos maciça, em razão do inevitável absenteísmo de alguns investidores, verifica-se que o recesso deve ter um impacto bastante expressivo no enxugamento do já reduzido *free float*, como se pode ver nas simulações constantes da tabela abaixo:

¹⁴ Digo “usual”, pois as ações de emissão da Companhia possuem baixa liquidez, o que, inclusive, não nos permite presumir que a formação de preço no mercado secundário é eficiente. Nos dias 13, 20 e 30 de maio – quando houve, respectivamente, apenas 2, 1 e 1 negócios com ações preferenciais de emissão da Companhia – a cotação média foi de R\$12,00. Nos dias 2, 5 e 31 de maio – quando houve, respectivamente, apenas 4, 2 e 3 negócios com ações ordinárias de emissão da Companhia – a cotação média foi de, respectivamente, R\$11,56, R\$13,55 e R\$14,07.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Tabela 1. Estimativa dos efeitos do recesso no percentual de ações em circulação

Acionistas habilitados que exercem o recesso	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Total de ações alienadas (% do capital total)	1,49	1,79	2,09	2,39	2,69	2,99
Free float após reembolso (% do capital total)	2,02	1,72	1,42	1,12	0,83	0,53

Nota: Com base nas informações do Consultente, a estimativa considera um *free float* de 3,513% dos quais 85% (2,9861%) estariam habilitados a exercer o recesso.

28. Verifica-se, portanto, que a base acionária da Companhia tende a ser reduzida a um percentual bastante diminuto. Especialmente em situações em que as ações em circulação representam uma parcela ínfima do capital social, ainda mais quando essa concentração decorre de operações societárias legítimas, é fundamental que os interesses das partes envolvidas – nomeadamente, o dos acionistas minoritários remanescentes e o da própria Companhia – sejam devidamente sopesados. Quando as circunstâncias excepcionais que permeiam o caso concreto não justificam a manutenção do registro de companhia aberta e desde que sejam adotados procedimentos que garantam o cumprimento dos requisitos fundamentais para o cancelamento de registro, previstos na Lei nº 6.404/1976 e na Instrução CVM nº 361/2002, não me parece que o interesse da companhia deva sucumbir aos interesses dos acionistas minoritários remanescentes.

29. Ao optarem por exercer o direito de recesso na AGE, os acionistas da Elekeiroz evidenciam a intenção de não mais permanecerem na Companhia. Do mesmo modo, a principal forma de os acionistas titulares de ações em circulação concordarem com o cancelamento de registro é por meio da venda de suas ações no âmbito da OPA. Nessa linha, parece-me natural a conclusão de que – considerando a equivalência de preços que ora se propõe – os acionistas que eventualmente exercerem o direito de recesso inevitavelmente optariam por alienar suas ações no âmbito da OPA, caso aquele primeiro evento de liquidez, para fins do exercício que se pretende aqui fazer, não existisse.

30. Quando dois ou mais eventos legítimos que resultam no enxugamento de liquidez se sucedem em um curto espaço de tempo, não vejo razão para não os considerar em conjunto para fins do cômputo do quórum necessário para cancelamento de registro. Entender de forma distinta tende a criar empecilhos significativos para que empresas com um pequeno percentual de ações em circulação e sem interesse de acessar o mercado possam fechar o seu capital, com base no pressuposto – a meu ver, artificial e indevido – de que a minoria que remanesce após o primeiro evento de liquidez é autônoma em relação ao *free float* original.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

IV. NOTA SOBRE O PREÇO DA OPA UNIFICADA

31. Sobre o preço da OPA Unificada, entendo pertinente tecer, ainda, algumas considerações.
32. Originalmente, o edital da OPA Unificada conferia aos acionistas da Companhia que desejassem aderir à OPA a possibilidade de escolherem, alternativamente, **(i)** o equivalente a 80% do valor recebido pelo acionista controlador pela alienação do controle, o que incluiria um preço-base à vista, inferior ao valor mínimo da faixa de “valor justo” constante do laudo de avaliação elaborado, acrescido de outras parcelas futuras a serem calculadas de acordo com ajustes e complementos definidos no contrato de compra e venda do controle da Companhia; ou **(ii)** um preço alternativo à vista, superior ao valor máximo indicado no laudo – que, com o aditamento da consulta, passou a corresponder ao valor de reembolso decorrente do eventual exercício do direito de recesso na AGE (R\$14,45).
33. Em decisão proferida na reunião de 08.08.2018, o Colegiado da CVM manifestou seu entendimento no sentido de que o preço ofertado na OPA Unificada deveria atender simultaneamente aos requisitos previstos nos artigos 254-A e 4º da Lei nº 6.404/1976 – isto é, deveria corresponder a, no mínimo, 80% do preço pago ao antigo controlador e, ainda, ser igual ou superior ao preço justo calculado na forma do artigo 4º –, de sorte que as opções apresentadas pelo Fundo não estava em consonância com a legislação e regulamentação aplicáveis.
34. O argumento de que os requisitos de preço de cada uma das modalidades de OPA que se pretende aglutinar podem ser satisfeitos por uma alternativa de preço distinta baseia-se em uma premissa equivocada: a de que a OPA Unificada consistiria em um procedimento em que duas ou mais ofertas correm em paralelo. A dicção da regra é clara e indica que se trata de uma única oferta, que visa a mais de uma das finalidades previstas naquela Instrução¹⁵.
35. No Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5652, a Diretora Relatora Ana Novaes destacou a complementariedade dos dois requisitos previstos no §2º do artigo 34: o primeiro – compatibilização de procedimentos – preocupa-se sobretudo com os aspectos formais (procedimentos) enquanto o segundo – ausência de prejuízo aos destinatários da oferta – foca nos resultados concretos da unificação (substância).

¹⁵ Art. 34. *Omissis*. §2º A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

36. Com relação ao primeiro requisito, a Diretora Ana Novaes assinalou que “a exigência (...) não se traduz necessariamente na obrigatoriedade que a oferta adote um único procedimento para todas as modalidades de OPA que serão unificadas. Disso decorre, também, que em uma OPA Unificada, algumas modalidades podem ser bem-sucedidas e outras não”. Ainda sobre esse ponto, apontou, “[f]locando por ora somente no aspecto procedimental”¹⁶, que “uma OPA Unificada pode, a princípio, prever procedimentos diferenciados para cada modalidade, desde que determinado procedimento não frustre os objetivos do procedimento estipulado para a outra OPA. De acordo com o Dicionário Aurélio, são compatíveis elementos que podem coexistir, que sejam conciliáveis”.

37. Já no que se refere ao segundo requisito – ausência de prejuízos – a Diretora Ana Novaes indicou que “a unificação não pode resultar em um cenário no qual os destinatários da OPA estejam em uma situação pior do que no cenário em que cada uma das modalidades de OPA é conduzida através de uma oferta independente. Assim, se a situação prejudicial ao acionista minoritário existe tanto com a realização de duas OPAs separadas quanto com a realização de uma única OPA Unificada, a OPA Unificada pode ser permitida, pois da unificação não decorre nenhum prejuízo aos acionistas. Diante do exposto, a análise sobre um pedido de unificação de OPA deve ser feita a partir da comparação da situação dos minoritários em um cenário em que as OPAs são conduzidas de modo independente e a situação dos minoritários caso fosse realizada a OPA Unificada.”

38. No referido precedente, discutiu-se a possibilidade de realização de uma OPA que visasse, cumulativamente, ao cancelamento de registro de companhia aberta e à saída de nível de listagem que assegura práticas diferenciadas de governança corporativa. As duas modalidades que se pretendia aglutinar naquele caso requeriam, portanto, que a oferta fosse lançada por preço embasado em laudo de avaliação independente e toda a discussão, vale dizer, foi conduzida no pressuposto de que a OPA Unificada seria formulada a um preço que satisfaria, simultaneamente, aos requisitos de todas as modalidades¹⁷.

39. É necessário, portanto, atentar para a diferença entre a unificação de OPAs nos termos desse caso e as daquela tratada no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5652. Naquele caso, o Colegiado permitiu que requisitos distintos, próprios a cada modalidade da OPA, coexistissem

¹⁶ Sem grifos no original.

¹⁷ V. p. ex. item 25 do voto da Relatora. “São mantidas, por óbvio, as salvaguardas da OPA para cancelamento de registro, tais quais a possibilidade de pedido de realização de nova avaliação, revisão de preço, e a obrigação de adquirir as ações remanescentes pelo prazo de três meses conforme disposto na Lei e na Instrução CVM nº 361.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

dado que, daí não decorreria qualquer prejuízo aos minoritários. A oferta, repito, era única, e a coexistência dos requisitos deveu-se ao fato de ser possível, ao final do procedimento, aferir se as condições necessárias para o atingimento de uma cada das finalidades foram efetivamente atingidas. Ou seja: caso não se atingisse o quórum necessário para o cancelamento de registro, a OPA teria servido somente para a saída do segmento especial de listagem. Atende-se, na integridade, o disposto na regra – uma única oferta que visava a mais de uma finalidade e que, ao final, pode ser concluída sem atingir aos requisitos necessários para a satisfação de todas as modalidades aglutinadas.

40. Não vejo como equiparar o preço da oferta aos requisitos discutidos naquele precedente. Cria-se, no caso, um novo conceito de OPA Unificada, que deixa de consistir em uma oferta única, que visa a mais de uma finalidade, e se torna uma série de ofertas que correm em paralelo. Trata-se de uma visão que olha apenas para o procedimento e ignora a substância, e acarreta claro prejuízo para os destinatários da oferta.

41. Afinal de contas, o acionista que aliena suas ações em uma OPA Unificada não o faz apenas para uma das modalidades da OPA; sua venda é feita para todas as modalidades ali reunidas. Ora, se a oferta é única e visa a mais de uma finalidade, é evidente que o preço ofertado deve cumulativamente satisfazer às condições impostas por cada uma das modalidades de OPA que se pretende aglutinar. Esse aparentemente privilégio conferido aos destinatários da OPA, repito, é, na verdade, a forma de “compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA” e, sobretudo, evitar que essa acarrete “prejuízo para os destinatários da oferta”.

42. O fato de o ofertante poder, no âmbito de uma OPA, apresentar mais de uma alternativa de pagamento em nada altera essa conclusão. Há, necessariamente, uma oferta-base, que deve cumprir os requisitos previstos na lei e nas regras editadas pela CVM. A possibilidade de formular uma oferta alternativa é uma faculdade conferida ao ofertante, mas que não lhe permite desmembrar a oferta-base em diferentes ofertas, cada qual cumprindo as exigências previstas para uma das modalidades de OPA reunidas na OPA unificada. Essa interpretação, como já disse, fere de morte o conceito básico da OPA unificada – “uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução”.

43. A discussão do preço a ser praticado na OPA Unificada no caso concreto não é nova e aparece de tempos em tempos, especialmente, em operações nas quais o contrato que regula a alienação de controle da companhia aberta contém cláusulas de ajustes do preço, pagamentos contingentes, retenções para garantir possíveis obrigações futuras de indenização, dentre outras



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

disposições. Trata-se de disposições legítimas, mas que usualmente constam de operações de venda de participações em companhias fechadas¹⁸. Sua transposição para negócios envolvendo ações representativas do controle de companhias abertas cria complexidade, uma vez que, de um lado, a Lei exige a realização de oferta pública a um preço baseado naquele praticado na alienação de controle, e, de outro, tais disposições tornam impossível capturar em uma única cifra ou mesmo estimar de forma minimamente segura o preço final da alienação no momento em que essa é contratada.

44. A jurisprudência da CVM na vigência da Instrução CVM nº 361/2002¹⁹ demonstra a preocupação da autarquia em exigir que a OPA por alienação de controle replique, sempre que possível, as condições acordadas no negócio de transferência de controle²⁰. Nos casos em que se busca reunir, em única OPA, aquelas exigidas **(i)** em razão da alienação de controle e **(ii)** para cancelamento de registro, tais dispositivos podem potencialmente dificultar a definição do preço que seja, simultaneamente, capaz de atender aos requisitos de cada uma dessas ofertas²¹. Ou seja, deve-se assegurar ao minoritário a possibilidade de receber um preço correspondente àquele (ou a um percentual daquele) contratado para venda de controle e que, ao mesmo tempo, não seja inferior ao valor justo apurado no laudo de avaliação.

¹⁸ Em geral, o processo de negociação de venda de participação societária em companhias abertas (incluindo aqueles nos quais, em virtude de tal alienação, se transferirá o controle acionário) e, conseqüentemente, os contratos que regulam tais transações, possuem particularidades que os distinguem das negociações e contratos próprios à compra e venda de ações de emissão de companhias fechadas. Sem pretender aqui esgotar o assunto, pode-se em apertada síntese apontar diferenças resultantes das informações disponíveis. Como as companhias abertas estão sujeitas a uma série de obrigações informacionais e à fiscalização por partes independentes, os processos usualmente prescindem de uma etapa de *due diligence*, ou envolvem uma auditoria com escopo mais reduzido. Ademais, o conjunto de declarações prestadas é usualmente menor do que em uma operação pública. Sobre o assunto, FREUND, James C. *Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions*. Nova York: Law Journal Press, 1975, pp. 160-161.

¹⁹ Desenvolvi um pouco mais detalhes a evolução desse entendimento em artigo sobre oferta pública por alienação de controle. GONZALEZ, Gustavo Machado. “Oferta Pública por Alienação de Controle”. In: SIQUEIRA, Marcelo; BUHATEM, Fernanda Bastos; TREIGER, José Marcos; SHERIQUE, Elie Jaques (Orgs.). *Brasil M&A: Guia para fusões e aquisições de empresas brasileiras*. Rio de Janeiro: Donnelley Financial Solutions do Brasil, 2017, em especial pp. 149-152.

²⁰ Processo CVM nº RJ 2004/5601, j. em 05.10.2004; Processo CVM nº RJ 2002/7753, j. em 17.04.2002; Processo CVM nº RJ 2003/13524, j. em 16.03.2004; Processo CVM nº RJ 2007/3296, j. em 31.10.2007.

²¹ V. Processos CVM nº RJ2014/7676, RJ2014/1962, 19957.003615/2017-73 e 19957.011069/2017-44. Embora o Colegiado não tenha formalmente se manifestado sobre o tema, a construção do entendimento sobre o valor da OPA Unificada nos dois primeiros precedentes decorreu de discussões das partes interessadas com representantes da CVM acerca de como transplantar a decisão do Colegiado no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/5652 para casos como o presente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

45. A perplexidade de alguns decorre do fato de que, quando há ajustes de preço, o preço final pago ao controlador pode ser inferior ao valor indicado no laudo. Nessa situação, a regra de unificação de OPA, conforme consistentemente aplicada pela autarquia²², faz com que os minoritários que venderam na OPA pelo preço base (que, repito, deveria simultaneamente atender aos requisitos dos artigos 4º e 254-A da Lei nº 6.404/1976), acabem recebendo um valor maior do que aquele ao final pago aos antigos controladores.

46. É indiscutível que o entendimento da CVM nesse ponto tem o potencial de criar custos adicionais ao adquirente do controle. No entanto, não se pode ignorar que esse custo adicional decorre da forma como a alienação de controle de uma companhia aberta foi contratada, com a inclusão de cláusulas típicas de – e, em certa medida, mais apropriadas a – negócios que envolvem ações de companhias fechadas²³. De certo, a CVM não tem competência para restringir a liberdade das partes que negociam a alienação de controle de incluir dispositivos como aqueles adotados na operação de venda de controle da Elekeiroz. Entretanto, também não há dúvidas de que essa liberdade de contratar não afasta nem relativiza as exigências impostas pela Lei Societária como condição **(i)** para a alienação do controle de companhia aberta e **(ii)** para o fechamento de capital.

47. Ademais, a alternativa de permitir que os requisitos de preço estabelecidos para cada uma das modalidades de OPA que se pretende aglutinar sejam cumpridos em distintas alternativas de preço não só padece dos problemas acima mencionados, como transfere o ônus da incerteza associada aos ajustes futuros de preço aos destinatários da oferta. Afinal de contas, estar-se-ia, nesse caso, autorizando uma OPA na qual o acionista que vendeu suas ações tanto no contexto da alienação de controle quanto do possível (pois sujeito à verificação do quórum) fechamento de capital estivesse submetido ao risco de, ao final, **(i)** ter vendido as ações em OPA decorrente da alienação de controle, recebendo, contudo, menos do que lhe era assegurado nessa situação; ou **(ii)** ter vendido suas ações em OPA para cancelamento de registro, recebendo, ao final, valor inferior ao indicado no laudo de avaliação. Em qualquer das hipóteses, não estariam sendo respeitados os requisitos previstos na Lei nº 6.404/1976, razão pela qual entendo que o fato de tal situação ser, de certa forma, inusitada, não autoriza a construção de entendimento diverso daquele que vem, há muito, prevalecendo na autarquia.

²² HATANAKA, Alex S. “Apontamentos sobre a Unificação de Ofertas Públicas de Aquisição de Ações”. In: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, vol. 1. São Paulo: Almedina, 2015, p. 196.

²³ V. nota 18 acima.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

48. A proposta agora apresentada pelo Consulente no âmbito da consulta já prevê que o preço-base da OPA Unificada atenderá, simultaneamente, aos requisitos de preço previstos na Lei nº 6.404/1976 para as OPAs (i) por alienação de controle e (ii) para cancelamento de registro. Nesse sentido, a parcela à vista do preço-base garantirá o valor mínimo da faixa de “valor justo” indicado no laudo de avaliação elaborado, e os acionistas que eventualmente optarem por essa modalidade de preço terão, ainda, o direito a parcelas incrementais caso o antigo controlador venha a receber novos pagamentos, naturalmente se e quando os valores efetivamente pagos pelo Fundo para o alienante do controle da Companhia a título de preço de compra pelo respectivo contrato de compra e venda de ações, multiplicado por 80%, ultrapassasse o montante já recebido à vista por tais acionistas.

49. Desse modo, caso o Colegiado aprove o procedimento diferenciado pleiteado pelo Consulente, perderão objeto os recursos interpostos formulados no âmbito dos Processos CVM SEI nº 19957.007244/2018-80, 19957.007245/2018-24, 19957.007246/2018-79 e 19957.008104/2018-29.

50. Diante das substanciais alterações propostas pelo Consulente, o prazo para que os titulares de ações em circulação de emissão da Elekeiroz solicitem uma segunda avaliação da companhia para fins de apuração do valor justo somente deve passar a fluir a partir da data em que for divulgado fato relevante indicando os novos preços da OPA Unificada. Nesse sentido, cabe assinalar que não só os ajustes no preço-base, como também a substancial majoração da oferta alternativa, que passa a contemplar o mesmo valor previsto para o recesso, tendem a impactar na avaliação dos minoritários acerca da oferta.

V. CONCLUSÃO

51. Diante do exposto, e considerando o aditamento da consulta, que estabeleceu tratamento equitativo entre as bases de acionistas que se pretende aglutinar, voto pelo deferimento do procedimento diferenciado pleiteado pelo Consulente, de modo a que o quórum necessário para o cancelamento de registro da Elekeiroz considere, também, as ações detidas por acionistas que venham a exercer direito de recesso em razão da aprovação, pela AGE da Companhia, da aquisição da Nexoleum.

52. Adicionalmente, destaco que, na hipótese de o Colegiado aprovar o procedimento diferenciado, perderão objeto os recursos interpostos nos Processos SEI nº 19957.007244/2018-80, 19957.007245/2018-24, 19957.007246/2018-79 e 19957.008104/2018-29.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

É como voto.

Rio de Janeiro, 18 de junho de 2019

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor