



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório nº 82/2016-CVM/SEP/GEA-3

**Assunto: Recurso contra o entendimento da SEP**

**Elekeiroz S.A.**

**Processo CVM Nº 19957.002727/2016-26**

Senhor Gerente,

### I. Introdução

1. Trata-se de recurso (documento SEI nº 0130803 ) interposto por Elekeiroz S.A. ("Companhia" ou "Elekeiroz"), em 07.07.2016, contra entendimento manifestado pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), em 22.06.2016, em processo de consulta (documento SEI nº 0102150 ).
2. Para análise da consulta, foram elaborados o Relatório de Análise nº 65/2016-CVM/SEP/GEA-3 (documento SEI nº 0117967 ), o Memorando nº 45/2016-CVM/SEP/GEA-3 (documento SEI nº 0117970) e o Despacho SEP (documento SEI nº 0120596).
3. A SEP entende, resumidamente, que: (i) o laudo de avaliação apresentado na consulta da Elekeiroz não representa o patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum Bioderivados Ltda ("Nexoleum"), nos termos do artigo 256, II, (b) da Lei nº 6.404/76; e (ii) a Elekeiroz deve submeter a aquisição da Nexoleum à ratificação pela sua assembleia geral, cabendo ao acionista dissidente o direito de recesso, tendo em vista que o valor da aquisição da Nexoleum seria superior a uma vez e meia a sua avaliação pelo critério descrito no artigo 256, II, (b), da Lei nº 6.404/76, e a Companhia não atende aos critérios de dispersão e de liquidez descritos no artigo 137, II, da Lei nº 6.404/76.

### II. Histórico

4. Em 23.02.2016, a Companhia divulgou fato relevante (documento SEI nº 0130960) informando: (i) a aquisição por parte da Elekeiroz de 50% de participação no capital da Nexoleum Bioderivados Ltda ("Nexoleum"), por R\$ 15.000.000,00 e (ii) que contrataria empresa especializada para elaborar laudo de avaliação, de modo que pudesse determinar se a operação seria submetida à deliberação de assembleia geral e se ensejaria direito de recesso a seus acionistas.
5. Em 30.03.2016, foi protocolada na CVM reclamação do Sr. Leonardo Wainstok, na qualidade de investidor da Companhia, processo CVM nº SP-2016-0159, sobre (i) a falta de divulgação de informações financeiras da Nexoleum, (ii) do valor de recesso, e (iii) da não convocação de assembleia geral extraordinária por parte da Elekeiroz, uma vez que a Nexoleum, que possui capital fechado e apresenta valor patrimonial de R\$ 2.000.000,00, foi adquirida por R\$ 15.000.000,00.

6. Em 19.04.2016, a Elekeiroz divulgou novo fato relevante (documento SEI nº 0130991), informando que:
  - a) a Nexoleum teve seu patrimônio líquido avaliado a preços de mercado, em R\$ 28.015.581,70, para fins do artigo 256 da Lei 6.404/76, por parte da Grant Thornton Auditores Independentes (“Grant Thornton”);
  - b) tendo em vista essa avaliação, não haveria razão para que a operação fosse levada à deliberação da assembleia geral extraordinária da Elekeiroz, nem direito de recesso a seus acionistas; e
  - c) teria encaminhado consulta à CVM visando confirmar o entendimento a respeito da adequação do método de avaliação adotado para certos ativos intangíveis da Nexoleum no referido laudo de avaliação.
7. A seção seguinte deste relatório trata em mais detalhes dessa consulta.
8. Em 26.04.2016, o mesmo reclamante solicitou acesso ao laudo de avaliação do patrimônio líquido da Nexoleum a preços de mercado.
9. Em 02.05.2016 e em 11.05.2016, outros dois investidores da Companhia, os Srs. Levy Smaragd e Nelson de Albuquerque Caldas, apresentaram à CVM reclamação similar, alegando que a CVM deveria obrigar a Elekeiroz a disponibilizar o referido laudo aos seus acionistas. Ambas as reclamações foram tratadas no mesmo processo CVM nº SP-2016-0159.
10. Em 20.05.2016, um dos acionistas reclamantes, o Sr. Levy Smaragd, reiterou seu pedido de vistas integral deste processo de consulta, uma vez que esta área técnica havia concedido vistas parcial, sem acesso ao laudo de avaliação.
11. Em 30.05.2016 e em 06.06.2016, após questionamentos desta área técnica, a Elekeiroz informou que o laudo de patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum, exigido pelo artigo 256, II, (b), da Lei 6.404/76, não deveria ser disponibilizado, uma vez que (i) possui elementos sensíveis e sigilosos a respeito da condução das atividades da Nexoleum e (ii) é facultativo, elaborado apenas para efeito de verificação, internamente, pela administração, da necessidade de convocação de assembleia geral.
12. A Companhia informou ainda, que este laudo não se confunde com o laudo cuja elaboração é exigida pelo artigo 256, § 1º, da Lei nº 6.404/76, que deve ser submetido à assembleia geral, caso verificado quaisquer dos parâmetros do caput do referido artigo.
13. Entre 17.06.2016 e 22.06.2016, a SEP respondeu diretamente (i) à Companhia sobre a consulta (processo CVM nº 19957.002727/2016-26), e (ii) aos três reclamantes sobre as referidas reclamações (processo CVM nº SP-2016-159).
14. Em 23.06.2016, a Elekeiroz divulgou novo fato relevante ( documento SEI nº 0131000 ) informando ao mercado sobre o entendimento da SEP e que iria recorrer dessa decisão.
15. Na mesma época, o Sr. Leonardo Wainstok encaminhou nova manifestação no processo CVM nº SP-2016-0159, tratando, resumidamente, de deficiências tanto do laudo de avaliação da Nexoleum quanto dos avaliadores.
16. Em 07.07.2016, encaminhamos o processo CVM nº SP-2016-0159 à SOI, informando que, devido à conclusão da SEP sobre a consulta da Elekeiroz e ao recurso protocolado pela Companhia, não haveria medidas adicionais a serem tomadas com relação às novas alegações do reclamante, até que sobrevenha eventual modificação do entendimento desta área técnica por parte do Colegiado.
17. Na mesma data, a Elekeiroz protocolou seu pedido de recurso ao Colegiado da CVM contra a

decisão da SEP.

### III. Consulta

18. No desenvolvimento dos trabalhos de avaliação, a Companhia constatou a necessidade de confirmar seu entendimento junto à CVM a respeito do método de avaliação de duas patentes da Nexoleum, as quais seriam relevantes para a verificação da necessidade de submissão da aquisição à assembleia geral de acionistas da Elekeiroz, por força da aplicação do artigo 256 da Lei 6.404/76.
19. Isto porque este artigo estabelece as hipóteses nas quais a compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil dependerá de deliberação da assembleia geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação.
20. De acordo com a Companhia, a aquisição de 50% do controle da Nexoleum não seria relevante, para fins do artigo 247 da Lei nº 6.404/76. Além disso, a Nexoleum é uma companhia fechada e apresentou prejuízo líquido nos seus últimos dois exercícios.
21. Por isso, a avaliação da companhia adquirida somente poderia ser realizada a patrimônio líquido a preços de mercado, nos termos do artigo 256, inciso II, (b), da Lei nº 6.404/76.
22. Segundo a Elekeiroz, a avaliação do patrimônio líquido da Nexoleum a preços de mercado seria fortemente impactada pelo valor dos seus ativos intangíveis, especificamente duas patentes.
23. De acordo com pareceres produzidos pelos Srs. Eliseu Martins (documento SEI nº 0130975) e Marcelo Trindade (documento SEI nº 0130986), essa avaliação deve ser elaborada em um cenário de liquidação ordenada, em que cada ativo e passivo da companhia adquirida deve ter seu valor de mercado mensurado individualmente e isoladamente, inclusive os ativos intangíveis que possam ser individualizados, mesmo aqueles que não estejam contabilizados nas demonstrações financeiras da Nexoleum, como é o caso das patentes.
24. Quando questionados sobre os valores gastos para desenvolver ou adquirir as duas patentes, a Companhia esclareceu que:
  - a) não há registro na contabilidade da Nexoleum de quaisquer valores, por terem sido tratados como despesas nos períodos em que foram incorridas;
  - b) as patentes se referem a tecnologias desenvolvidas pela própria Nexoleum ou a ela licenciadas, não havendo, portanto, um valor de aquisição; e
  - c) com base em controles meramente gerenciais da Nexoleum, foi verificado um custo de aproximadamente R\$ 600.000,00 relativos ao licenciamento e ao registro das patentes.
25. Outro ponto relevante da consulta é o entendimento apresentado pela Elekeiroz, com base nos respectivos pareceres, de a avaliação das patentes a preços de mercado ser realizada com base no fluxo de caixa descontado, uma vez que não haveria mercado ativo de compra e venda para as referidas patentes da Nexoleum, em um pressuposto de liquidação ordenada, e não forçada.
26. E por fim, a Companhia, neste aspecto embasada apenas pelo parecer do Sr. Eliseu Martins<sup>[1]</sup>, entende que o fluxo de caixa descontado das patentes da Nexoleum deve se pautar, a todo momento, pela perspectiva da compradora e não da Nexoleum.
27. Quando questionados se o referido laudo de avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado teria sido preparado pela perspectiva da Elekeiroz, a Companhia esclareceu que as projeções utilizadas pela Grant Thornton para a avaliação das patentes levaram em consideração apenas o fluxo de caixa esperado pela exploração de tais patentes por potenciais compradores, sem considerar quaisquer potenciais sinergias com a Elekeiroz.

28. Desse modo, tendo em vista que as patentes foram avaliadas por R\$ 26.993.000,00, com base no laudo de patrimônio líquido a preços de mercado fornecido pela Grant Thornton, utilizando o método de fluxo de caixa descontado pela perspectiva de um eventual comprador, a Companhia entende que não haveria necessidade de convocar assembleia geral extraordinária para ratificar a aquisição do co-controle da Nexoleum, pois esta foi avaliada por R\$ 28.015.581,70.
29. Em resumo, a Companhia gostaria de confirmar seu entendimento que:
- a) os ativos representados pelas patentes detidas pela Nexoleum, cujo co-controle foi adquirido, devem ser consideradas no laudo de avaliação a preços de mercado a que se refere o artigo 256, II, (b), da Lei 6.404/76, caso sejam individualizadas; e
  - b) o valor justo de tais ativos, a ser reconhecido na avaliação a preços de mercado, pode ser apurado pelo fluxo de caixa esperado pela exploração econômica das patentes por potenciais compradores, caso não exista mercado ativo para tais patentes.

#### IV. Análise da consulta: RA 65/16

30. Para análise da consulta, foi inicialmente produzido o Relatório de Análise nº 65/2016-CVM/SEP/GEA-3 (“RA 65/16”).
31. A análise se restringiu exclusivamente à consulta apresentada, não tratando de outros aspectos da operação, nem do tratamento contábil da combinação de negócios.
32. O RA 65/16 se encontra resumido nos parágrafos a seguir:

##### Artigo 256 da Lei nº 6.404/76 24

a) Segundo o artigo 256 da Lei nº 6.404/76, a compra, por companhia aberta, do controle de sociedade mercantil, depende de deliberação da assembleia geral de acionistas da compradora sempre que (i) o preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante, nos termos do art. 247, § único da Lei nº 6.404/76; ou (ii) o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos valores indicados nas alíneas ‘a’, ‘b’ ou ‘c’ do inciso II do referido artigo:

A. cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação;

B. valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, §1º);

C. valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187, VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.

b) Em se observando quaisquer das situações apresentadas nos itens "i" e "ii" acima, a proposta de compra, acompanhada de laudo de avaliação e instruída de todos os elementos necessários à deliberação, deverá ser submetida à prévia autorização da assembleia geral, ou a sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores da companhia (art. 256, §1º, da Lei nº 6.404/76).

c) Ademais, verificando-se que o preço da aquisição da sociedade ultrapassa uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do normativo em questão, o acionista dissidente da assembleia que aprovar a operação fará jus ao direito de recesso, mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 137 da Lei nº 6.404/76 (art. 256, §2º, da Lei nº 6.404/76).

- d) No caso em questão, a compra de 50% da Nexoleum por R\$ 15.000.000,00 somente pode ser avaliada com base no critério de patrimônio líquido a preços de mercado, nos termos do artigo 256, II, (b) da Lei nº 6.404/76.
- e) Isto porque, com base nas informações do fato relevante de 23.02.2016, a aquisição do co-controle da Nexoleum não constituiu investimento relevante para a Elekeiroz, nos termos do art. 256, inciso I c/c art. 247, parágrafo único da Lei nº 6.404/76, uma vez que o valor pago pela aquisição da sociedade foi inferior a 10% do valor do seu patrimônio líquido (R\$ 455.065.000 em 31.12.2015).
- f) Além disso, a Nexoleum é uma companhia fechada e, segundo a Elekeiroz, não apresentou lucro líquido nos últimos dois exercícios.
- g) Desse modo, caso o preço de aquisição ultrapassasse uma vez e meia o valor obtido no laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum, a referida aquisição deveria ser submetida à prévia autorização da assembleia geral da Elekeiroz, ou a sua ratificação, cabendo ao acionista dissidente o direito de recesso, uma vez que a companhia não atende aos critérios de dispersão e de liquidez descritos no artigo 137, II da Lei nº 6.404/76.
- h) Sobre o recesso, uma vez que o estatuto social da Elekeiroz é omissivo, o valor do reembolso aos seus acionistas dissidentes seria com base no valor patrimonial, segundo o artigo 45 da Lei nº 6.404/76.
- i) É importante frisarmos que o valor patrimonial por ação da Elekeiroz, em 31.03.2016, era de R\$ 13,94, que por sinal, é muito superior à última cotação em bolsa de valores das ações ordinárias e preferenciais da Companhia, respectivamente, de R\$ 4,90 por ação, em 07.06.2016, e de R\$ 5,20, em 06.06.2016.
- j) Assim, as premissas utilizadas pela Companhia para avaliar o patrimônio líquido a preços de mercado aumentaram o valor da Nexoleum de R\$ 1.463.784,40 para R\$ 28.015.581,70, o que descartaria a necessidade de convocação de assembleia geral e o direito de recesso aos acionistas dissidentes da Elekeiroz.

#### Avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado

- k) A avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado é mencionada em várias ocasiões na Lei das S.A., como, por exemplo, art. 4º, §4º, no art. 264, além do próprio art. 256, inciso II, alínea 'b'.
- l) Ao comentar este último dispositivo legal, Modesto Carvalhosa traz uma definição sobre tal metodologia de avaliação:

*"No que respeita ao "valor do patrimônio líquido" (art. 248) da ação ou quota, deverá ser avaliado o patrimônio **a preços de mercado** (art. 183, §1º). Não se trata, pois, do valor do patrimônio líquido contábil, ou seja, aquele utilizado para o pagamento de reembolso no recesso. Nesse caso da letra b, o valor de patrimônio líquido a preços de mercado será o valor do ativo, subtraído o passivo, mas **de cada bem** constante do ativo e do passivo, **avaliado individualmente**, a preço de mercado. Esse critério atende à finalidade do preceito que, ao referir-se a "preços de mercado", pressupõe que qualquer bem ou direito somente tem valor **se puder ser negociado individualmente**, ou seja, independentemente de outros bens ou direitos".*

*(Carvalhosa, Modesto: Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – 4º Volume – Tomo II, 3ª ed., Saraiva, São Paulo, 2009 – pg. 210).*

- m) De acordo com a definição acima, na avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, cada bem deverá ser avaliado individualmente, e somente terá valor se puder ser

negociado individualmente. Ou seja, busca-se calcular o valor de mercado de cada bem isoladamente, se este existir (se não for dependente de outros bens).

n) O anexo III da Instrução CVM nº 361/02 trata especificamente dos laudos de avaliação que devem ser apresentados em ofertas públicas de aquisição de ações. Tal anexo III, além de complementar a definição da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, traz clara distinção entre os critérios "valor econômico pela regra do fluxo de caixa descontado" (abordado no item XIV do anexo III) e "valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado" (tratado nos itens XV a XVIII). Vale a transcrição de alguns trechos referentes a este último critério:

*Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado*

*XV – O valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado deve ser apurado tomando por base **a venda ou a liquidação** dos ativos e exigíveis **separadamente** nas seguintes condições:*

*a) o valor de mercado deve corresponder ao valor expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo ou passivo) poderia ser trocada entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos; e*

*b) o valor dos ativos deve ser avaliado em referência aos preços de mercado sob condições de **liquidação ordenada**, ou de "equivalentes correntes de caixa", ou seja, não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo.*

(...)

*XVII – As seguintes bases de avaliação devem ser observadas nas diferentes classes de itens:*

(...)

*b) ativos não monetários, como terrenos, edificações, propriedades, máquinas, instalações, **além de intangíveis, como marcas e patentes**, pelo valor provável de realização (grifos nossos).*

o) O anexo III da Instrução CVM nº 361/02, além de reforçar o tratamento em separado que deve ser dado a cada ativo e passivo, dispõe que os preços de mercado de cada bem devem ser considerados sob condições de liquidação ordenada, e não de venda forçada.

p) Tal observação deixa transparecer o conceito que rege tal metodologia de avaliação: o resultado da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado não representa o valor do negócio em operação de uma sociedade, mas apenas o somatório dos valores de mercado de cada ativo e passivo, avaliados individualmente e isoladamente, em um cenário de liquidação ordenada.

q) O chamado "aviamento" do Direito Empresarial, que representa a capacidade de gerar lucros ao empresário pela reunião organizada dos ativos, não estaria englobado no resultado da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, pois cada ativo está sendo avaliado isoladamente, em condições de liquidação (e não de operação) da atividade empresarial.

r) A questão da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado já foi também objeto específico de análise pelo Colegiado da CVM. Cito trechos dos votos dos então Diretores Eli Loria e Marcos Barbosa Pinto no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05 (caso "Braskem/Trikem"), que complementam e enriquecem o entendimento supra disposto:

*"A finalidade do laudo de avaliação é simular o valor que seria obtido pela companhia em uma liquidação ordenada, não devendo ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada(...)*

(...)

*Assim, no geral, concordo com a SNC de que a "...a expressão 'valor de mercado' contida no artigo 264 se refere à avaliação individual de ativos e passivos (tangíveis e intangíveis) pelo seu valor provável de mercado." e que "...na avaliação a preços de mercado devem ser considerados também os **intangíveis não registrados na contabilidade por força da legislação em vigor e dos princípios fundamentais de contabilidade, e que possam ser identificados individualmente.**"*

*No entanto, resta a indagação. Qual o grau de alcance dessa regra? Deveriam ser considerados todos os intangíveis e contingências não registrados na contabilidade? Parece-me que não(...)*

(...)

*Cabe mencionar que o "goodwill" não entra na avaliação a preços de mercado somente devendo ser considerados intangíveis individuais, ativos não físicos, que tenham valor de mercado, marcas e patentes, direitos e contratos, e não o chamado "goodwill" que, em verdade, é o valor da empresa que excede o que seria auferido com a negociação a preços de mercado de cada item do ativo.*

*(trechos do voto do Diretor Eli Loria no PAS 08/05 – grifos nossos)*

*"(...)precisamos determinar qual metodologia deve ser empregada na avaliação prevista no art. 264 da Lei nº 6.404/76. Esta tarefa é um pouco complicada, pois uma avaliação a preços de mercado pode ser realizada de pelo menos duas formas distintas: pelo método do custo de reposição, estimando quanto se gastaria para substituir todos os bens e direitos da empresa; ou pelo método do valor de realização, estimando quanto a companhia arrecadaria alienando todos os seus bens e direitos.*

(...)

*Já o valor de realização é normalmente empregado pelos próprios acionistas da empresa avaliada. Por meio desta metodologia, os acionistas podem determinar se é melhor liquidar o negócio ou prosseguir em sua exploração. Se o valor de realização do patrimônio for maior que o valor presente do fluxo de caixa esperado da empresa, a liquidação é certamente a melhor alternativa do ponto de vista puramente financeiro.*

*Na minha opinião, corroborada pela doutrina, a avaliação do art. 264 procura estabelecer o valor de realização do patrimônio da companhia (...)*

(...)

*A segunda imputação também me parece procedente. O laudo de Brasken e Triken também não avaliou os ativos intangíveis das empresas, como marcas e patentes. Contrariamente ao que afirma a defesa, **estes ativos intangíveis estavam contabilizados no balanço das companhias, mas pelo custo histórico, que normalmente é muito inferior ao seu valor de realização.***

*Registre-se, todavia, que o laudo procedeu corretamente quando deixou de computar o aviamento ou goodwill das empresas. Segundo a definição jurídica clássica, o aviamento ou goodwill é justamente o valor adicional que resulta da exploração organizada da atividade empresarial. Quando a atividade empresarial cessa e o patrimônio da empresa é realizado, o aviamento ou goodwill deixa de existir. Logo,*

*ele não tem nenhum valor de realização".*

*(trechos do voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto no PAS 08/05 – grifos nossos)*

- s) A leitura dos votos acima evidencia a diferença entre o cálculo do valor da empresa quando em exploração ("o valor presente do fluxo de caixa da empresa") e seu valor de liquidação (que representa a metodologia do patrimônio líquido a preços de mercado).
- t) Além disso, os votos esclarecem o primeiro ponto da consulta em questão, pois mesmo que não estejam contabilizadas nas demonstrações financeiras, as patentes poderiam ser avaliadas no laudo de patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum, caso possam ser alienadas individualmente.
- u) No entanto, discordamos do entendimento da Companhia sobre a possibilidade de a avaliação a preço de mercado das patentes ser realizada pelo método de fluxo de caixa descontado, mesmo, segundo a Companhia, não havendo mercado ativo de compra e venda para as referidas patentes da Nexoleum.
- v) Em sendo aceito esse entendimento, uma companhia poderia apresentar laudos de patrimônio líquido a preços de mercado e econômico de fluxo de caixa descontado com valores similares e até idênticos.
- w) No entanto, não creio que este seja o objetivo do artigo 256, II, *b* da Lei nº 6.404/76. Na verdade, a legislação societária, a todo momento, distingue estes dois tipos de avaliação.
- x) Esse entendimento é reforçado pela leitura de trechos do voto da então presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, no PAS nº 25/03:

***O laudo de PL a mercado não é capaz de refletir o valor de uma empresa, dadas as limitações de sua metodologia.***

***Por ser previsto para avaliar os itens do patrimônio da companhia um a um, separadamente, ao preço provável de realização de venda ordenada no mercado, esse método não apreende o valor do negócio em marcha. Ele não teria como refletir o valor do conjunto de fatores sendo geridos e em andamento, pois, no mínimo, não abrange a avaliação do goodwill da companhia objeto. É diferente, portanto, de avaliações sobre o valor econômico de negócios ou, como chamado pela Comissão de Inquérito, sobre o valor justo a pagar.***

***Penso que toda a prática do nosso mercado corrobora essa opinião de que o laudo de PL a valores de mercado não é capaz de refletir o valor de uma companhia em funcionamento. Como exemplo, pode-se examinar uma situação em que o avaliador é demandado a escolher, entre as várias metodologias admitidas, aquela que pode refletir o valor justo da empresa, como é o caso do art. 4º, § 4º, da Lei das S.A., na apuração do preço a ser oferecido na oferta pública obrigatória de cancelamento de registro de companhia aberta. Não me lembro de um caso de empresa com negócio em marcha em que a metodologia escolhida pelos avaliadores tenha sido o PL a mercado". (grifos nossos)***

- y) Quanto ao terceiro questionamento da Companhia, uma vez que não seria possível avaliar as patentes da Nexoleum a preços de mercado, com base em laudo de fluxo de caixa descontado, entendemos não ser possível que a referida avaliação se pautasse pela perspectiva de um potencial comprador.
- z) Além disso, uma vez que, segundo a Grant Thornton, as estimativas e as projeções utilizadas para o cálculo do valor presente líquido, segundo a metodologia de fluxo de caixa descontado, teriam se baseado em premissas informadas pela administração da Elekeiroz, poderíamos eventualmente concluir que o referido laudo se pautou pela perspectiva da

própria Companhia.

aa)Desse modo, tendo em vista que a Companhia já havia informado que não haveria mercado de compra e venda para as referidas patentes, entendemos que este ativo intangível não deveria constar do laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum.

bb)Além disso, tendo em vista que o valor da aquisição da Nexoleum seria superior a uma vez e meia à sua avaliação pelo critério descrito no artigo 256, II, (b) da Lei nº 6.404/76, entendemos que a Elekeiroz deve submeter a referida aquisição à ratificação pela sua assembleia geral, **cabendo ao acionista dissidente jus ao direito de recesso**, uma vez que a companhia não atende aos critérios de dispersão e de liquidez descritos no artigo 137, II da Lei nº 6.404/76.

cc)Nesse caso, a Companhia deverá fornecer aos seus acionistas, na convocação da referida assembleia geral, no mínimo as informações indicadas no anexo 19 da Instrução CVM nº 481/09, o que inclui também (i) o laudo de avaliação, previsto no artigo 256, § 1º, da Lei 6.404/76 e (ii) o valor do patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum, a ser obtido após as correções assinaladas neste relatório de análise.

dd)E, por fim, sobre o pedido de vista do processo CVM nº SP-2016-00159, entendemos que não caberia a disponibilização aos acionistas do laudo de patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum, uma vez que, além das questões de sigilo alegadas pela Companhia, o referido laudo não representa o patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum.

## V. Análise da Consulta: Memorando nº 45/16

33. Na sequência do RA 65/16, foi elaborado o Memorando nº 45/2016-CVM/SEP/GEA-3 (“Memorando 45/16”), com alguns pontos de divergência. Desse memorando, extraem-se os seguintes principais trechos:

a) Em primeiro lugar, está claro que as patentes são bens intangíveis, porém individualmente identificados. Como os precedentes indicam – v. PAS 08/05 – esses ativos devem ser considerados numa avaliação que se proponha a capturar o valor de liquidação ordenada dos ativos.

b) A falta de um mercado em que se possa aferir o valor dessa suposta venda dificulta a tarefa de avaliação dos bens. Isso leva a um cenário de duas opções indesejáveis: ou bem se opta por atribuir um valor nulo ao ativo; ou se admite o uso de métodos menos objetivos para se aproximar o valor de mercado de tal ativo.

c) A primeira opção é indesejável porque implica essencialmente não avaliar o ativo ou deliberadamente subavaliar a companhia cujo controle está sendo adquirido.

d) A segunda opção é indesejável porque esvazia a eficácia do art. 256, II, b, como mecanismo de prestação de contas dos administradores perante os acionistas.

e) Isso porque, se os administradores da companhia adquirente concordaram pagar determinado valor pela companhia adquirida, é muito provável que o valor presente dos fluxos de caixa que eles esperam desse investimento coincida ou seja superior ao investimento em questão. De certo modo, ao se permitir que o valor de mercado dos ativos da adquirida seja alcançado pelo fluxo de caixa descontado, a mecânica do art. 256 da Lei 6.404/76 acaba se aproximando de uma comparação de um valor consigo mesmo.

f) E isso sem falar na discricionariedade que os administradores da adquirente possuem para fornecer as premissas e assim, eventualmente, evitar as obrigações previstas no art. 256 da

Lei 6.404/76.

g) No entanto, não há, ao que parece, soluções intermediárias, de modo que uma das duas opções deve ser eleita. A despeito das deficiências do uso do método do fluxo de caixa nesse contexto, acredito que não se justifica atribuir valor nulo a bens e direitos que a lei afirma que devem ser avaliados. Se o método que mais se aproxima de traduzir o valor pelo qual o bem poderia ser vendido a um terceiro é o fluxo de caixa descontado, então se deve recorrer a ele.

h) Frise-se que a perspectiva a ser tomada na avaliação é a desse terceiro não identificado, ou seja, um potencial comprador marginal dos ativos, e não a do adquirente. Eventuais sinergias que o adquirente possa ter com a adquirida devem ser desconsideradas. No caso concreto, apesar de sua manifestação inicial parecer sugerir o contrário, quando expressamente indagada sobre isso, a Elekeiroz afirmou que excluiu tais sinergias.

i) Pelo exposto acima, embora para o caso concreto a submissão da matéria à assembleia geral nos termos do art. 256 da Lei 6.404/76 pudesse, de certo modo, ser uma solução mais desejável, fato é que, dados os limites legais, as duas perguntas contidas na consulta da Elekeiroz devem ser respondidas afirmativamente.

## VI. Análise da Consulta: Posição Final da SEP

34. Depois de constatar a existência de conclusões contrárias do RA 65/16 e do Memo 45/16, a SEP adotou como sua posição final aquela contida no RA 65/16 (documento SEI nº 0117967).

## VII. Recurso

35. A Companhia apresentou recurso (documento SEI nº 0130803), em 07.07.2016, contra a decisão da SEP, com as alegações a seguir expostas:

a) No curso de avaliação do patrimônio da Nexoleum *a preços de mercado*, confirmou-se que para tais patentes não há mercado ativo e líquido. Diante dessa circunstância, as patentes foram avaliadas, de forma individualizada, pelo fluxo de caixa esperado de sua exploração econômica.

b) Evidentemente, ainda que se refira ao caso específico, essa consulta versa sobre questões de ampla repercussão para as companhias abertas brasileiras, notadamente quanto à correta interpretação do art. 256, II, *b* da Lei das S.A. e à necessidade de se levar em conta, na avaliação de patrimônio *a preços de mercado*, todos os ativos da companhia, inclusive aqueles para os quais não exista mercado líquido e ativo, neste caso a partir da adoção de critério de avaliação alternativo.

c) Isso porque, caso se conclua pela impossibilidade da adoção, no âmbito das avaliações de patrimônio *a preços de mercado*, de critério alternativo como o fluxo de caixa descontado para a apuração do valor de ativos para os quais não haja mercado (e assim, pela inadequação do método adotado no caso concreto), as distorções daí decorrentes farão com que praticamente qualquer aquisição de controle realizada em situações parecidas seja submetida à deliberação dos acionistas e confira direito de recesso, impondo às companhias abertas grande desvantagem competitiva, por vezes inviabilizando aquisições vantajosas e, conseqüentemente, reduzindo a atração do mercado de capitais como forma de financiamento das empresas.

d) O entendimento do RA 65/16 importa em que a correta interpretação do art. 256, II, *b* da Lei das S.A. exigiria, como pressuposto para a avaliação a “*preços de mercado*”, a

existência de mercado ativo e líquido para todos os ativos do patrimônio a serem avaliados. Em outras palavras, tal metodologia não se prestaria a avaliar todos os ativos identificáveis e passíveis de negociação individual que componham o patrimônio líquido da empresa, mas tão somente aqueles para os quais haja mercado.

e) Na prática, isso significaria dizer que, para preservar a avaliação do patrimônio *a preços de mercado*, seria necessário “*deliberadamente subavaliar a companhia cujo controle está sendo adquirido*”, nas palavras do próprio GEA-3, desconsiderando os ativos para os quais não haja mercado.

f) Trata-se de interpretação que não se coaduna com a decisão do legislador brasileiro e não se alinha com os precedentes dessa CVM, como se passa a explicar.

g) O art. 256 da Lei das S.A. estabelece um regime excepcional, segundo o qual ficam sujeitas a aprovação ou ratificação em assembleia geral, em situações específicas, as aquisições, por companhias abertas, do controle de outras sociedades mercantis.

h) Para tanto, o art. 256 da Lei das S.A. determina a realização de uma avaliação do patrimônio “*a preços de mercado*”, o que significa, segundo o uníssono da doutrina, o somatório dos valores que poderiam ser obtidos por cada ativo e passivo em caso de *liquidação ordenada* da sociedade cujo controle é adquirido.

i) A adoção do pressuposto de *liquidação ordenada* visa a afastar as possíveis distorções que poderiam decorrer no caso de *liquidação forçada* dos mesmos ativos e passivos.

j) Nesse sentido dispõe o anexo III da Instrução CVM nº 361/2002, que define o conceito de avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado, no âmbito da regulação das ofertas públicas de aquisição. De acordo com o seu item XV, essa avaliação deve ser realizada tomando por base a *venda* ou a *liquidação* dos ativos e exigíveis separadamente nas seguintes condições:

“*a) o valor de mercado deve corresponder ao valor expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo ou passivo) poderia ser trocada entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos; e*

*b) o valor dos ativos deve ser avaliado em referência aos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada, ou de “equivalentes correntes de caixa”, ou seja, não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo.”*

k) Ademais, ao determinar a avaliação do patrimônio a preços de mercado, o art. 256, II, *b* da Lei das S.A. faz referência ao §1º do art. 183, que, por sua vez, estabelece os critérios de avaliação do ativo a “*valor justo*”.<sup>[2]</sup> Desta forma, o dispositivo dá a entender que, na avaliação do patrimônio *a preços de mercado*, devem ser levados em conta os critérios de avaliação a “*valor justo*” do art. 183, §1º da Lei das S.A.

l) O conceito de *valor justo* é definido também no Pronunciamento Técnico CPC 46 – Mensuração a Valor Justo, aprovado pela Deliberação CVM nº 699/2012, como “*o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração*”.<sup>[3]</sup>

m) Além disso, o conceito de *preço justo* é empregado também no anexo III da Instrução CVM nº 361/2002, ao tratar da avaliação do patrimônio *a preços de mercado* de determinadas classes de itens, assim entendido como “*o valor pelo qual um ativo poderia ser negociado entre partes independentes e interessadas, conhecedoras do assunto e*

*dispostas a negociar, numa transação normal, sem favorecimentos e com isenção de outros interesses*".[4]

n) A metodologia de avaliação de patrimônio *a preços de mercado* pressupõe (i) a qualidade dos ativos de serem identificáveis e (ii) a capacidade dos mesmos ativos de serem alienados individualmente para que possam ser considerados em tal apuração.

o) Como afirma a lição de Modesto Carvalhosa, citada no RA 65/16:

*"No que respeita ao "valor do patrimônio líquido" (art. 248) da ação ou quota, deverá ser avaliado o patrimônio a preços de mercado (art. 183, §1º). Não se trata, pois, do valor do patrimônio líquido contábil, ou seja, aquele utilizado para o pagamento de reembolso no recesso. Nesse caso da letra b, o valor de patrimônio líquido a preços de mercado será o valor do ativo, subtraído o passivo, mas de cada bem constante do ativo e do passivo, avaliado individualmente, a preço de mercado. Esse critério atende à finalidade do preceito que, ao referir-se a "preços de mercado", pressupõe que qualquer bem ou direito somente tem valor se puder ser negociado individualmente, ou seja, independentemente de outros bens ou direitos."*[5]

p) Assim, o balanço especial de liquidação (também conhecido como balanço de determinação), utilizado para a avaliação *a preços de mercado*, deve incluir também eventuais ativos intangíveis não registrados na contabilidade da empresa que se enquadrem em tais parâmetros (como no caso das patentes Nexoleum), e não se confunde com o balanço contábil da sociedade. Nas palavras de Marcelo Trindade, na opinião que acompanhou a Consulta, *"o balanço de determinação tem por função permitir que se conheça a realidade patrimonial da sociedade, e não os valores que, segundo os padrões ordinários de contabilidade, deveriam ser lançados"*.

q) No mesmo sentido manifestou-se o Colegiado da CVM, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador nº 08/05, julgado em 12.12.2007, citado no RA 65/16. Nas palavras do Diretor-Relator Eli Loria, a avaliação *a preços de mercado* *"deve ser a mais ampla possível"*, levando em conta também os intangíveis não registrados na contabilidade, e que possam ser identificados individualmente, sob pena de responsabilização.[6]

r) Completamente incompatível, portanto, com esse modelo, seria assumir, como premissa para a avaliação *a preços de mercado*, a existência de mercado ativo e líquido, de forma a definir quais ativos deveriam ou não ser considerados em tal avaliação.

s) Não há base legal para a limitação proposta pela SEP, visto que o resultado nesse caso seria o oposto do que pretendeu o legislador: um valor de referência que não reflete adequadamente o valor do patrimônio da sociedade porque é inferior ao somatório dos ativos identificáveis e passíveis de negociação individual que o compõe.

t) Muito pelo contrário, o comando legal *exige* que sejam considerados na avaliação *a preços de mercado* todos os ativos que se enquadrem em tais parâmetros. Como bem pontua o Memorando, trata-se de *"bens e direitos que a lei afirma que devem ser avaliados"*.

u) Tanto é que, na avaliação *a preços de mercado*, o pressuposto de *venda forçada* fica expressamente afastado. Ou seja, para evitar distorções no resultado final da avaliação, não se admite o uso de valor inferior ao que poderia ser obtido no contexto de *liquidação ordenada*.

v) Ora, pior ainda do que considerar eventuais ativos por seu valor de *liquidação forçada* seria considerá-los a *valor nulo* (*rectius*: desconsiderá-los), apenas em função da ausência de mercado para os mesmos.

w) Por outro lado, a adoção de critérios alternativos para a apuração do valor justo de ativos para os quais não haja mercado mostra-se compatível e alinhada com a intenção do legislador, pois permite a que se chegue a um valor mais próximo daquele pretendido pelo art. 256, II, 'b' da Lei das S.A.

x) Nos casos em que não seja possível apurar o “valor de venda” de determinado ativo, segundo a opinião de Marcelo Trindade acostada à consulta o avaliador deve *“recorrer a critérios de avaliação alternativos que sejam coerentes com a natureza do ativo avaliado, de modo a permitir a adequada representação do seu valor de mercado, observada a arbitrariedade inerente a qualquer critério de avaliação.”*

y) Entende-se que a definição do critério alternativo a ser aplicado para a apuração do valor de mercado de cada ativo deve obedecer aos princípios e normas da contabilidade e às próprias características do ativo em questão.

z) Em outras palavras, a avaliação continuará sendo realizada exatamente como o relatório de avaliação diz que deveria ser (e tal como ocorreu no caso da Nexoleum), como um *“somatório dos valores de mercado de cada ativo e passivo, avaliados individualmente e isoladamente, em um cenário de liquidação ordenada”*, não englobando, desta forma, o chamado *goodwill*.<sup>[7]</sup>

aa) O anexo III da Instrução CVM nº 361/02, ao tratar da avaliação de ativos monetários a preços de mercado, determina que *“caso não seja possível identificar o mercado, esses itens podem, como segunda alternativa, ser avaliados pelo cálculo do valor presente dos recebimentos que reflita as atuais avaliações do mercado quanto ao valor do dinheiro no tempo e os riscos específicos”*.

bb) Ou seja, além de compatível com a intenção do legislador que informa o art. 256, II, 'b' da Lei das S.A., a adoção de critérios alternativos para apuração do valor justo de determinados ativos é também determinada em outros momentos como solução para os casos de inexistência de mercado ativo.

cc) A premissa equivocada sobre a potencial coincidência de valores da avaliação a preços de mercado ou pelo método do fluxo de caixa descontado é a de que *“uma companhia poderia apresentar laudos de patrimônio líquido a preços de mercado e econômico de fluxo de caixa descontado com valores similares e até idênticos”*.

dd) Isso é sem dúvida verdade, mas não passa de mera e irrelevante coincidência, *data venia*. As avaliações do conjunto de bens organizado que compõem a empresa avaliam, evidentemente, a empresa como um todo, e não seus ativos individualmente considerados, abrangendo, desse modo, ativos não considerados pelo critério de avaliação a preços de mercado, tal como o próprio *goodwill*.

ee) Na avaliação *a preços de mercado*, ao contrário, os bens são avaliados de maneira independente, e por isso mesmo não são avaliados os ativos intangíveis não identificáveis e que não sejam passíveis de negociação individual.

ff) Em outras palavras, a avaliação de um *ativo* a “valor justo” no âmbito da avaliação do patrimônio líquido de uma entidade *a preços de mercado* não se confunde, evidentemente, com a avaliação do “valor justo” da própria *empresa*, mesmo nos casos em que, pela eventual relevância dos ativos intangíveis, as duas avaliações terminem redundando em valores semelhantes.

gg) O mesmo ocorreria em uma empresa imobiliária com ativos adquiridos recentemente a preços de mercado, que seriam contabilizados pelo custo de aquisição e avaliados a preços de mercado pelo valor de realização. Nem por isso as duas avaliações não seriam distintas em sua essência.

hh)No caso concreto, o critério de fluxo de caixa descontado foi adotado, no âmbito do laudo de avaliação do patrimônio da Nexoleum *a preços de mercado*, específica e exclusivamente para as patentes, obedecendo à metodologia exigida para este tipo de apuração.

ii) O laudo de avaliação foi elaborado com base em projeções e estimativas desenvolvidas pela área de inteligência de mercado da Companhia a respeito do mercado de plastificantes, porém sem levar em conta quaisquer sinergias com relação à adquirente, ou sinergias entre os ativos em si. Ou seja, a avaliação das patentes levou em conta apenas o fluxo de caixa esperado por sua exploração econômica por potenciais compradores, em linha com a determinação contida no Memorando de que *“a perspectiva a ser tomada na avaliação é a desse terceiro não identificado, ou seja, um potencial comprador marginal dos ativos, e não a do adquirente”*.

jj) Deste modo, a avaliação das patentes da Nexoleum pelo método de fluxo de caixa descontado – único apto, na visão da Companhia, a traduzir o valor justo de tais ativos – permitiu que se chegasse a um valor total de patrimônio líquido *a preços de mercado* mais próximo daquele que seria obtido fosse possível a aferição do valor de mercado de tais ativos.

kk)Ao mesmo tempo, a avaliação não considerou quaisquer ativos não identificáveis ou que não fossem passíveis de negociação individual no contexto de *liquidação ordenada*. Deste modo, não se pode dizer que o laudo de avaliação representa uma avaliação econômica da Nexoleum.

ll) Por outro lado, a decisão de desconsideração das patentes na avaliação do patrimônio da Nexoleum *a preços de mercado*, no caso concreto, levaria a situação absolutamente discrepante, qual seja: uma avaliação que excluiria os principais ativos que o compõem o patrimônio da sociedade, de suma relevância para a Nexoleum (e assim, para o investimento realizado pela Elekeiroz), tanto que, quando considerados, *“aumentaram o valor da Nexoleum de R\$ 1.463.784,40 para R\$ 28.015.581,70”*, conforme ressalta o relatório de análise.

mm)Assim sendo, qualquer avaliação que desconsiderasse as patentes representaria nada mais do que uma informação distorcida, absolutamente distante do real valor do patrimônio da empresa avaliada (no caso, a Nexoleum), contrariando o próprio objetivo e as premissas impostas pelo art. 256, II, (b) da Lei das S.A.

nn)Questão semelhante à discutida foi enfrentada, mais recentemente, no âmbito do julgamento do Processo nº RJ2010/14254, em 20.08.2013. Transcreve-se, por elucidativos, os seguintes trechos do voto do então Diretor-Relator Otavio Yazbek:

*“Para se apurar o “PL a preços de mercado”, deve-se aferir o preço de venda dos bens da companhia em condições normais. Ora, em caso de venda de um bem como um shopping center, a definição do preço se daria, necessariamente, na ausência de outros critérios, a partir do fluxo de caixa esperado.*

*Entendo que no âmbito da sociedade detentora do ativo se está lidando com uma avaliação do “PL a preços de mercado”, ainda que os ativos passíveis de alienação, em si, sejam apreçados com base em outra metodologia, coerente com a sua natureza e, conseqüentemente, com o mercado que para aqueles ativos existe – em suma, para a avaliação do ativo, busca-se seu valor econômico, enquanto na sociedade a avaliação continua a se dar pelo “PL a preços de mercado”.*

*E vale deixar claro que não se está, com essa interpretação, revogando em última instância aquilo que a lei estabelece (que é a obrigação de se fazer a avaliação pelo*

*método do “PL a preços de mercado”). O que se está fazendo é reconhecer que o conteúdo daquilo que a lei estabelece (ou seja, a forma de se aplicar aquele método), em um caso específico, pode ser distinto de uma interpretação mais literal – e mais tradicional – do dispositivo legal.*

*Um segundo questionamento diz respeito ao fato de que, a seguir a linha ora proposta, se estaria permitindo que o goodwill, que, como se viu, é expressamente excluído na avaliação do “PL a preços de mercado”, novamente ingresse no processo de avaliação da empresa.*

*E, para tal questão, vale a mesma resposta dada à questão anterior: o fato de um ativo alienado ser apreçado levando-se em conta os intangíveis que exclusivamente a ele dizem respeito, não desvirtua o método de avaliação do “PL a preços de mercado” na sociedade que o detém – ele é inerente àquele determinado bem. Não é, note-se, o aviamento da própria empresa que se está avaliando.”*

oo)Vale notar que, na mesma oportunidade, a então Diretora Ana Novaes foi além, ao declarar que *“o valor único de uma marca não tem um mercado ativo e líquido e não há outra forma de avaliá-la que não seja pelo fluxo de caixa descontado que ela pode gerar”,* aplicando-se este raciocínio a outros intangíveis como patentes, contratos e programas de computador, *“que não têm substância corpórea e que devem ser considerados numa avaliação de PL a mercado”.*

pp)De fato, desconsiderar os ativos para os quais não haja mercado na avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado de que trata o art. 256, II, ‘b’ da Lei das S.A, como pretende o Relatório de Análise, equivaleria – insista-se – a negar eficácia à própria finalidade de tal dispositivo, pois a comparação por ele pretendida ficaria distorcida pela supressão de um dos seus elementos.

qq)Por todas as razões expostas no presente recurso, a Companhia confia, em primeiro lugar, que essa SEP reformará a sua decisão para reconhecer que:

- i) a inexistência de mercado para determinados ativos não deve implicar sua automática exclusão da avaliação de patrimônio *a preços de mercado* de que trata o art. 256, II, (b) da Lei das S.A.;
- ii) o valor justo dos ativos para os quais não haja mercado pode ser apurado a partir de critério alternativo, desde que compatível com suas características, no âmbito da avaliação do patrimônio *a preços de mercado* para os fins do art. 256, II, (b) da Lei das S.A.; e
- iii) no caso concreto, o valor justo das patentes da Nexoleum, a ser reconhecido na avaliação do seu patrimônio *a preços de mercado*, pode ser apurado pelo fluxo de caixa esperado pela exploração econômica das patentes, dado não existir mercado ativo para as mesmas.

rr)Caso, porém, a SEP decida manter a decisão recorrida, requer-se o encaminhamento do presente recurso ao Colegiado da CVM para que este possa examinar as razões ora apresentadas, confiando que a decisão será reformulada.

ss)Adicionalmente, a Companhia pede a essa SEP que seja conferido ao presente recurso efeito suspensivo, nos termos do item V da Deliberação CVM nº 463/2003, sob pena de prejuízo irreparável para a Companhia, e de modo a preservar a eficácia de eventual decisão de provimento, sem que com isso seja criado qualquer prejuízo aos acionistas da Companhia e ao mercado em geral.

tt)Nesse sentido, a Companhia compromete-se a manter o mercado devidamente informado

e tomar todas as providências que se fizerem necessárias (inclusive, conforme o caso, a pronta convocação de assembleia geral para a ratificação no investimento na Nexoleum) quando da apreciação do presente recurso em caráter final.

uu)Por fim, a Companhia confia que será mantido o tratamento restrito conferido por essa CVM ao laudo de avaliação da Nexoleum, tendo em vista os elementos sensíveis e sigilosos nele contidos, independentemente da decisão que vier a ser tomada quanto à sua adequação.

### VIII. Análise do Recurso

36. Em síntese, reafirmamos a decisão do RA 65/16, tal qual proferida. De todo modo, cabem algumas observações sobre novos argumentos trazidos pela Elekeiroz.
37. Sobre a argumentação da Companhia de que a decisão desta área técnica de conferir o recesso estaria impondo às companhias abertas brasileiras grande desvantagem competitiva, lembramos que nem todas as companhias adquiridas são de capital fechado, nem apresentam prejuízo líquido nos dois últimos exercícios, como é o caso da Nexoleum.
38. Além disso, nem todas as companhias abertas brasileiras possuem baixíssima liquidez e dispersão acionária, como a Elekeiroz, cujas ações não são negociadas na maior parte dos pregões da BMFBovespa.
39. Ademais, a Companhia possui capital disperso de apenas 3,51%, sendo de 1,76% para as ações ordinárias e de 5,00% para as ações preferenciais, segundo o seu último formulário de referência disponibilizado em 01.06.2016.
40. Sobre a argumentação apresentada de que a Nexoleum estaria sendo subavaliada caso suas patentes não fossem consideradas no laudo de patrimônio líquido a preços de mercado da Companhia, reafirmamos que em nenhum momento entendemos que as referidas patentes devessem ser avaliadas em um cenário de liquidação forçada. Porém, mesmo que considerada a premissa de liquidação ordenada, é necessária ainda assim a existência de um mercado de compra e venda em que possam ser individualmente negociadas.
41. Além disso, entendemos que nem o artigo 183, § 1º da Lei 6.404/76 nem o anexo III da Instrução CVM nº 361/02 permitem a utilização de fluxo de caixa descontado para a avaliação de patentes ou de qualquer intangível. No caso do art. 183, §1º, a referência ao valor presente alcança apenas instrumentos financeiros e ativos monetários como caixa, equivalentes de caixa e créditos a receber.
42. Inclusive, o item XVII, (b), do anexo III da Instrução CVM nº 361/02 afirma que as patentes devem ser avaliadas pelo valor provável de realização. E não creio que a realização seja atingida pelo método de fluxo de caixa descontado.
43. Estamos de acordo com a Companhia de que a avaliação de um ativo intangível pelo método de fluxo de caixa descontado não é a mesma coisa que avaliar uma companhia pelo mesmo método.
44. Porém, mantemos a posição de que ambas as avaliações, para situações em que uma companhia tenha como principais ativos patentes ou outros intangíveis individualmente identificáveis, tendem a chegar a valores similares ou até idênticos, não sendo isso uma mera coincidência.
45. Com relação ao argumento de que o laudo de avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum, preparado pela Grant Thornton, teria sido elaborado com base em projeções e estimativas desenvolvidas pela área de inteligência de mercado da Elekeiroz a respeito do mercado de plastificantes, esta área técnica conclui que o referido laudo, mesmo sem levar em conta quaisquer sinergias com relação à companhia adquirente, ao se pautar pela perspectiva da própria Elekeiroz e avaliar patentes pelo método de fluxo de caixa descontado,

não atinge o objetivo do artigo 256, inciso II, (b), da Lei nº 6.404/76.

### Precedente

46. Quanto ao caso precedente, o Colegiado da CVM, ao analisar, em 20/08/2013, o recurso da BR Malls Participações S.A. (Processo CVM nº RJ-2010-14254), reformou o entendimento da SEP, entendendo que:
- i) a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, para os efeitos da alínea "b" do inciso II do art. 256 da Lei n.º 6.404/1976 não demanda que se chegue ao ponto de presumir o desmonte de ativos que, integrando o patrimônio da sociedade, correspondam a unidades produtivas e que sejam, como tais, passíveis de alienação; e
  - ii) no caso desses ativos (shopping centers e prédios comerciais), a sua avaliação por um método como o fluxo de caixa descontado não se mostra incoerente com o fato de que a avaliação da sociedade que os detém deva ser efetuada pela metodologia do PL a preços de mercado, sendo, ao contrário, a forma de apreçar esse tipo de bem para negociação em mercado.
47. Desse modo, resta claro que a referida decisão, que tratou especificamente da avaliação de ativos tangíveis do setor de shopping centers, não tratou da avaliação de ativos intangíveis.

### Efeito Suspensivo

48. Quanto ao pedido de efeito suspensivo citado no recurso, a SEP decidiu por não concedê-lo, uma vez que não identificou qualquer possibilidade de prejuízo irreparável para a Companhia, nos termos do item V da Deliberação CVM nº 463/2003. Inclusive a Companhia já divulgou fato relevante ao mercado, informando sobre o teor da decisão da SEP e que iria recorrer dessa decisão.
49. Note-se que o processo tratou apenas de resposta a uma consulta, não havendo determinação cujos efeitos precisem ser suspensos. Frise-se que não será iniciado nenhum procedimento de natureza sancionadora sobre o tema enquanto a questão permanecer pendente de recurso.

### Pedidos de acesso ao referido laudo de avaliação

50. Quanto ao pedido de vistas e pedidos de acesso ao laudo de avaliação de patrimônio líquido a mercado da Nexoleum formulados pelos três acionistas reclamantes, entendemos, até este momento, em função das conclusões do RA 65/16, que não caberia a sua disponibilização neste momento, uma vez que, além das questões de sigilo alegadas pela Companhia, a questão restará superada em função do item 13 do anexo 19 à Instrução CVM nº 481/09.
51. Entretanto, caso o Colegiado eventualmente reforme a decisão da SEP, seria razoável que esse laudo fosse disponibilizado aos acionistas para que entendam em detalhes a referida avaliação e as razões de esta aquisição não ser levada à assembleia geral.

## **IX. Conclusão**

52. Pelas razões expostas neste relatório de análise, reiteramos o entendimento manifestado por intermédio do Relatório de Análise nº 65/2016-CVM/SEP/GEA-3.
53. Assim sendo, nos termos do item III da Deliberação CVM nº 463/03, sugerimos o encaminhamento do recurso da Companhia ao Colegiado da CVM, por intermédio da Superintendência Geral desta Autarquia.

Atenciosamente,

Alexandre Pinheiro Machado  
Analista

[1] O Sr. Marcelo Trindade não tratou expressamente desse ponto, mas também não se pronunciou contrariamente.

[2] *“Art. 183, § 1º Para efeitos do disposto neste artigo, considera-se valor justo: a) das matérias-primas e dos bens em almoxarifado, o preço pelo qual possam ser repostos, mediante compra no mercado; b) dos bens ou direitos destinados à venda, o preço líquido de realização mediante venda no mercado, deduzidos os impostos e demais despesas necessárias para a venda, e a margem de lucro; c) dos investimentos, o valor líquido pelo qual possam ser alienados a terceiros. d) dos instrumentos financeiros, o valor que pode se obter em um mercado ativo, decorrente de transação não compulsória realizada entre partes independentes; e, na ausência de um mercado ativo para um determinado instrumento financeiro: 1) o valor que se pode obter em um mercado ativo com a negociação de outro instrumento financeiro de natureza, prazo e risco similares; 2) o valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros para instrumentos financeiros de natureza, prazo e risco similares; ou 3) o valor obtido por meio de modelos matemático-estatísticos de precificação de instrumentos financeiros.”*

[3] Também o Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) – Ativo Intangível, aprovado pela Deliberação CVM nº 644/2010, define o valor justo de um ativo como *“o valor pelo qual um ativo pode ser negociado entre partes interessadas, conhecedoras do negócio e independentes entre si, com ausência de fatores que pressionem para a liquidação da transação ou que caracterizem uma transação compulsória”*.

[4] *“XVII – As seguintes bases de avaliação devem ser observadas nas diferentes classes de itens: a) ativos monetários, como caixa, equivalentes de caixa e créditos a receber, avaliados pelo valor justo, ou seja, o valor pelo qual um ativo poderia ser negociado entre partes independentes e interessadas, conhecedoras do assunto e dispostas a negociar, numa transação normal, sem favorecimentos e com isenção de outros interesses. Caso não seja possível identificar o mercado, esses itens podem, como segunda alternativa, ser avaliados pelo cálculo do valor presente dos recebimentos que reflita as atuais avaliações do mercado quanto ao valor do dinheiro no tempo e os riscos específicos; b) ativos não monetários, como terrenos, edificações, propriedades, máquinas, instalações além de intangíveis, como marcas e patentes, pelo valor provável de realização; c) passivos monetários, como dívidas, débitos a pagar, avaliados pelo valor justo, conforme definido na letra “a” desse item; e d) contingências, como ações contra o estado sobre questões tributárias e outras questões judiciais, avaliados segundo o desfecho mais provável.”*

[5] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Vol. 4. Tomo II 3ª ed. Saraiva: São Paulo, 2009. p. 210.

[6] Ainda que tal precedente refira-se a avaliação realizada para os fins do art. 264, entende-se que o mesmo raciocínio se aplica àquelas realizadas para os fins do art. 256, II, (b) da Lei das S.A.

[7] Sobre esse ponto, vale notar a seguinte opinião manifestada pelo Diretor Marcos Pinto no âmbito do Processo Administrativo Sancionador no 08/05, julgado em 12.12.2007, citado no Relatório de Análise: *“(…) o laudo procedeu corretamente quando deixou de computar o aviamento ou goodwill das empresas. Segundo a definição jurídica clássica, o aviamento ou goodwill é justamente o valor adicional que resulta da exploração organizada da atividade empresarial. Quanto a atividade empresarial cessa e o patrimônio da empresa é realizado, o aviamento ou goodwill deixa de existir. Logo, ele não tem nenhum valor de realização. (...) Entender o contrário implicaria transformar o*

*laudo previsto no art. 264 em uma estimativa do valor econômico ou do valor de mercado da empresa, pois a forma mais aceita de se determinar o valor do aviamento ou goodwill consiste justamente em calcular o valor econômico ou o valor de mercado e subtrair dele o valor patrimonial.”*

---



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Machado, Analista**, em 20/07/2016, às 15:36, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.

---



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 **0135662** e o código CRC **729C8E5E**.  
*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" 0135662 and the "Código CRC" 729C8E5E.*

---

---