



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.002727/2016-26

Reg. Col. 0324/2016

**Interessada:** Elekeiroz S.A.

**Assunto:** Consulta a respeito da avaliação de ativos intangíveis no laudo de patrimônio líquido a preços de mercado de companhia adquirida, de acordo com o artigo 256, II, *b*, da Lei nº 6.404/1976.

### RELATÓRIO

1. Cuida-se de recurso de entendimento manifestado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP (“SEP”) em resposta à consulta formulada pela Elekeiroz S.A. (“Elekeiroz” ou “Companhia”), tendo por objeto a avaliação de ativos intangíveis no laudo de patrimônio líquido a preços de mercado de companhia adquirida, de acordo com o art. 256, II, *b*, da Lei nº 6.404/1976.
2. Pela sua completude, adoto o Relatório nº 82/2016-CVM/SEP/GEA-3.
3. Em reunião do Colegiado realizada em 2.8.2016, fui sorteado relator deste processo.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### VOTO

#### Introdução

1. A consulta formulada pela Companhia refere-se à aquisição do controle da Nexoleum Bioderivados S.A. (“Nexoleum”), sociedade atuante na produção de plastificantes de alto desempenho derivados de óleos vegetais, e cujos principais ativos são representados por patentes de tecnologias por ela desenvolvidas ou a ela licenciadas.
2. A consulta tem por objetivo confirmar junto à CVM o entendimento de que:
  - (a) os ativos representados pelas patentes detidas pela sociedade mercantil cujo controle foi adquirido devem ser considerados no laudo de avaliação a preços de mercado a que se refere o art. 256 da Lei nº 6.404/1976, caso sejam individualizados;
  - (b) o valor de tais ativos, a ser reconhecido na avaliação a preços de mercado, pode ser apurado pelo fluxo de caixa esperado pela exploração das patentes, caso não exista mercado ativo para tais patentes.
3. Quanto ao primeiro ponto, concordo com o entendimento manifestado pela SEP, de modo que irei me ater neste voto ao exame do segundo ponto, objeto do recurso, que, como visto, traduz questão atinente à metodologia de avaliação a preços de mercado do patrimônio líquido, ou melhor, dos ativos e passivos detidos por determinada entidade.
4. Tal espécie de avaliação tem previsão em diversos dispositivos da Lei nº 6.404/1976, prestando-se às seguintes finalidades: (i) apuração do preço justo da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro (art. 4º, § 4º); (ii) apreciação da razoabilidade do preço pago pela compra do controle de sociedade, como verificado no caso em apreço (art. 256, II, *b*), e (iii) cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores em fusão, incorporação ou incorporação de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ações envolvendo companhias do mesmo grupo econômico, para fins de comparação com as relações de troca previstas no protocolo da operação e apuração do valor do reembolso em favor dos acionistas dissidentes (art. 264).

5. Nessas diferentes situações, a metodologia de avaliação a preços de mercado há de ser única, pois não se pode admitir, por uma questão de coerência, que o procedimento varie conforme o dispositivo legal aplicável ao caso concreto.

6. Vale lembrar, a propósito, que, no julgamento do PAS CVM nº 05/2008, ocorrido em 12.12.2007, o Colegiado da CVM analisou laudo de avaliação a preços de mercado confeccionado para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404/1976, tendo, naquela oportunidade, considerado irregular a exclusão de ativos representados por patentes detidos pela companhia incorporada. Já no presente caso, surge a mesma questão, porém sob o prisma do art. 256, II, o que, a meu ver, reforça a necessidade de alcançar entendimento uniforme sobre a matéria, que seja igualmente aplicável às diferentes hipóteses normativas.

7. Por isso que o exame da consulta está a exigir certo esforço de abstração das circunstâncias fáticas e das finalidades específicas do comando normativo previsto no art. 256, II, de maneira a prevalecer, na análise, considerações mais diretamente relacionadas à metodologia em si.

### **A avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado**

8. A avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado encontra-se regulamentada nos itens XV a XVIII do Anexo III da Instrução CVM nº 361/2002, que seguem transcritos abaixo:

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)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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.

XVI – O laudo discriminará os itens do ativo e do passivo calculados em condição de negociação com devedores e credores e conterà a justificativa e memórias de cálculo para cada item tangível e intangível, monetário e não monetário, que poderão ser agrupados somente em condições de semelhança e relevância do item.

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.

XVIII – A demonstração do valor de patrimônio líquido a preços de mercado discriminará de forma dedutiva os ativos e exigíveis, restando o Patrimônio Líquido a preços de mercado que, dividido pelo número de ações, indicará o patrimônio líquido a preços de mercado por ação.

9. Da leitura desses preceitos e dos precedentes deste Colegiado<sup>1</sup> pode-se concluir, com razoável segurança, que aludida avaliação procura refletir o valor que poderia ser recebido caso promovida a liquidação ordenada da entidade.

10. Também parece correto concluir que o referido método deve observar as seguintes premissas fundamentais:

---

<sup>1</sup> V. PAS CVM nº 08/2005, Rel. Dir. Eli Loria, julg. 12.12.2007; PAS CVM nº 25/2003, Rel. Dir. Eli Loria, julg. 25.3.2008, PA CVM RJ 2010/14254, Rel. Dir. Otavio Yazbek, julg. 20.8.213.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

1. a avaliação abrange todos os ativos e passivos exigíveis da entidade que possam ser alienados individualmente, ainda que não estejam reconhecidos nas demonstrações financeiras;
  2. o valor de mercado corresponde ao valor pelo qual determinado ativo poderia ser trocado 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;
  3. o valor do patrimônio líquido corresponde ao saldo remanescente da dedução dos passivos exigíveis nos ativos.
- 
11. A consulta ora em apreço trata de patentes que, como se sabe, são bens jurídicos providos de individualidade e passíveis de cessão onerosa. Deste modo, em consonância com as premissas acima mencionadas, tais ativos podem ser contemplados no laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, ainda que não estejam reconhecidos nas demonstrações financeiras da entidade. E segundo o disposto no item XVII, *b*, do Anexo III da Instrução CVM nº 361/2002, devem ser avaliadas pelo seu “valor provável de realização”.
  12. Sem dúvida, o modo mais objetivo e, por consequência, mais fidedigno de apuração do valor de realização é o preço que poderia ser obtido pela alienação de bem idêntico ou similar ao detido pela entidade por meio de transação entre partes independentes, realizada em um mercado ativo.
  13. No entanto, a meu ver, da ausência de mercado ativo não se pode concluir que o bem seja destituído de valor de realização e, por isso, desprezível para a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado. A ausência da referência mercadológica apenas torna mais complexa a tarefa do avaliador, exigindo o recurso a critério alternativo menos objetivo, que dependa, em maior medida, de informações (*inputs*) não observáveis.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

14. Com efeito, a atribuição de valor nulo a determinado bem, pelo fato de não existir mercado ativo para a sua espécie ou espécies semelhantes, parece ser inapropriada, uma vez que não respeita premissa fundamental do método de avaliação do patrimônio líquido a preços, que, como já mencionado, deve abranger todos os ativos e passivos exigíveis da entidade que possam ser alienados individualmente, ainda que não estejam reconhecidos nas demonstrações financeiras. Tal solução, em última análise, distorce o próprio fim da avaliação, que consiste em refletir, da maneira mais fidedigna possível, o valor do patrimônio líquido da empresa.

15. Ademais, como este Colegiado já teve a oportunidade de salientar,<sup>2</sup> o método de avaliação a preços de mercado restaria muito distante da atual realidade econômica, na qual avulta a importância de bens tecnológicos que, usualmente, não possuem mercado ativo de referência. Em outras palavras, a utilidade do método restaria, desse modo, seriamente prejudicada.

### **Mensuração do valor provável de realização de patentes sob a abordagem do resultado (*income approach*)**

16. Por isso que, à míngua de mercado ativo, cabe ao avaliador empregar critério alternativo que permita estimar o valor provável de realização do ativo, desincumbindo-se, dessa maneira, do cumprimento da regra estabelecida no item XVII, *b*, do Anexo III da Instrução CVM nº 361/2002.

17. Neste tocante, parece-me correto considerar, ainda que por analogia, o método de mensuração a valor justo positivado nas normas de contabilidade, dada a sua afinidade com a avaliação a preços de mercado. De modo semelhante ao previsto no item XV do referido Anexo, o Pronunciamento Técnico CPC 46 define valor justo como:

---

<sup>2</sup> Processo CVM nº RJ 2010/14254, Rel. Dir. Otavio Yazbek, 20.8.2013.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

“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” (Deliberação CVM 699/2012, item 9).

18. Tal Pronunciamento prevê três diferentes abordagens metodológicas (mercado, custo e resultado) para a mensuração do valor justo de determinado ativo ou passivo, devendo ser priorizada, sempre, a técnica de avaliação que se revele mais objetiva, isto é, que maximize o uso de dados (*inputs*) observáveis e minimize o uso de dados não observáveis.<sup>3</sup>

19. A mesma orientação me parece aplicável à apuração do valor de realização do ativo para fins de avaliação do patrimônio a preços de mercado. Desse modo, se não estiverem disponíveis preços cotados em mercado ativo, há de se recorrer a outro critério, dando-se preferência, sempre, ao que faz maior uso de dados observáveis.

20. Sendo assim, mostra-se possível o uso da expectativa de fluxos de caixa futuros para estimar o valor de mercado de determinada patente. Cuidando-se de propriedade industrial, que só tem utilidade quando inserida na condução de atividade empresarial, o preço que por ela estaria disposto a pagar um potencial comprador decorre, essencialmente, de sua capacidade de gerar caixa. Há, assim, relação direta entre o preço de uma patente (a ser obtido em uma transação de mercado) e a renda esperada com a sua exploração, o que legitima o emprego do critério de fluxo de caixa descontado para estimar o seu valor provável de realização, se não for possível realizar tal mensuração com base em outra técnica de avaliação que dependa, em maior medida, de informações observáveis.

### **Avaliação econômica da entidade e mensuração do valor provável de realização de determinado ativo pela abordagem do resultado**

---

<sup>3</sup> “Quando o preço para um ativo ou passivo idêntico não é observável, a entidade mensura o valor justo utilizando outra técnica de avaliação que maximiza o uso de dados observáveis relevantes e minimiza o uso de dados não observáveis” (Deliberação CVM 699/2012, item 2).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

21. Não me parece que se esteja, dessa maneira, incorrendo em confusão conceitual, adotando-se o método de avaliação econômica em vez do patrimônio líquido a preços de mercado. Ao reverso, procura-se, em estrita observância àquela última, aquilatar o valor de saída de todos os bens individualizados da entidade, adotando-se técnica alternativa de avaliação do valor de saída para os ativos que não dispõem de mercado ativo de referência. Cumpre-se, desse modo, o comando previsto no item XVII, *b*, do Anexo III da Instrução CVM nº 361/2002, que exige a apuração do “valor provável de realização” dos “ativos não monetários, como terrenos, edificações, propriedades, máquinas, instalações além de intangíveis, como marcas e patentes, pelo valor provável de realização”.

22. Ademais, para dissipar qualquer confusão, cumpre notar que não se está, desse modo, a apurar o valor econômico da empresa (com a inclusão de seu aviamento), mas o valor de realização de determinados ativos não monetários por meio de critério econômico, uma vez que não se encontram disponíveis informações observáveis a permitir uma avaliação mais confiável, sob a abordagem de mercado.

23. Aliás, como visto acima, o item XVII, *a*, do Anexo III da Instrução 361/2002 expressamente reconhece o cabimento do fluxo de caixa esperado como técnica de avaliação do valor de troca do ativo monetário para o qual não haja mercado ativo. Vê-se, portanto, que não há qualquer desencontro conceitual entre o provável valor de realização de determinado bem e o seu valor econômico.

24. Em definitivo, o método de avaliação da entidade continua sendo o do patrimônio líquido a preços de mercado, com todas as restrições que lhe são inerentes, uma vez que só se admitem, nessa espécie de avaliação, os ativos passíveis de alienação individualizada. Permanecem excluídos os intangíveis que não preenchem tal requisito, tais como o *goodwill* da empresa, os efeitos decorrentes de sinergias com outros ativos e os ganhos que o adquirente espera obter com eventuais sinergias que ele tenha com a sociedade adquirida.

25. Como bem destacado no Memorando nº 45/2016-CVM/SEP/GEA-3, “a perspectiva a ser adotada na avaliação é a desse terceiro não identificado, ou seja, um



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

potencial comprador marginal de ativos, e não a do adquirente”. Tais limitações, como se sabe, fazem com que a metodologia em questão não reflita “o valor do negócio em marcha”,<sup>4</sup> diferentemente do que pretendem as avaliações sobre o valor econômico da empresa.

26. Sublinhe-se que, em 20.8.2013, a CVM manifestou-se acerca do tema ao analisar consulta formulada no âmbito do Processo CVM nº RJ 2010/14254. Embora se cuidasse de ativo tangível (*shopping center*), também faltava naquele caso mercado ativo que pudesse servir de referência objetiva à apuração do valor provável de realização. Assim, observadas as peculiaridades de cada consulta,<sup>5</sup> parece-me pertinente para o presente caso a orientação naquela oportunidade firmada pelo Colegiado, valendo transcrever os seguintes trechos do voto do Relator Diretor Otavio Yazbek:

“(…) o valor dessa unidade de produção [*shopping center*] decorre, fundamentalmente, da sua capacidade de gerar renda futura, a partir de sua exploração. Essa perspectiva de rentabilidade é o que o potencial adquirente daquela unidade produtiva terá em mente – e o preço que ele se disporá a pagar levará em consideração esse fato.”

(…)

“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

---

<sup>4</sup> Como ressaltado pela então Presidente da CVM Maria Helena Santana, no julgamento do PAS nº 25/03, julgado em 25.3.2008: “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 marca. 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”.

<sup>5</sup> No Processo CVM nº RJ 2010/14254, a CVM também se debruçou sobre a melhor maneira de avaliar a preços de mercado “unidades de produção”, como *shopping centers*, que se compõem de um complexo integrado de bens. Tal questão, contudo, não se coloca na consulta ora em apreço.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ativos existe – em suma, para avaliação do ativo, busca-se seu valor econômico, enquanto na sociedade a avaliação continua a se dar pelo ‘PL a preços de mercado’”.

“(…) 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”

### **Cabimento e limites da mensuração do valor provável de realização pela abordagem do resultado**

27. Ao mesmo tempo em que legitima a mensuração do valor provável de realização de determinado ativo por técnicas de avaliação baseadas no resultado, a aproximação – apontada neste voto – entre valor de mercado e valor justo também justifica importantes limites a essa abordagem. Tais limites resultam seja da natureza específica da avaliação a preços de mercado, seja das diretrizes estabelecidas no Pronunciamento Técnico CPC 46, que, como visto, trata da mensuração a valor justo.

28. Ainda que de maneira não exaustiva, apresento as principais regras que devem ser observadas na mensuração do valor provável de realização de determinada patente a partir de uma técnica de avaliação baseada no resultado.

29. Em primeiro lugar, tal mensuração deve partir da perspectiva dos participantes do mercado, mediante o emprego das premissas usuais que estes usariam para precificar o ativo, valendo-se, na maior medida possível, de informações observáveis. O objetivo da mensuração é aquilatar, do modo mais fidedigno possível, o valor de saída em uma transação hipotética não forçada de cessão da patente, nas condições correntes de mercado.<sup>6</sup>

30. De outra parte, a mensuração deve considerar a patente individualmente,<sup>7</sup> levando em conta as suas condições de uso, notadamente a sua vida útil, tal como se

---

<sup>6</sup> V. CPC 46, itens 3 e 22.

<sup>7</sup> V. CPC, item 13.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

revelariam aos olhos dos participantes do mercado.<sup>8</sup> Também deve ter em vista o melhor uso possível da patente (*highest and best use*), tal como seria identificado por participantes do mercado, contanto que o uso em apreço seja possível, legalmente permitido e financeiramente viável.<sup>9</sup>

31. Dessas diretrizes decorrem importantes consequências:

- a) a mensuração não pode levar em consideração eventuais sinergias esperadas do aproveitamento da patente (e.g., o fato de a entidade ser titular de patentes no mesmo ramo de atividade);
- b) técnicas de mensuração de abordagem de resultado (e.g., técnicas de valor presente) somente podem ser empregadas se não for possível utilizar outras técnicas baseadas, em maior medida, em informações observáveis, cabendo ao avaliador justificar a escolha da técnica ou das técnicas adotadas;<sup>10</sup>
- c) ainda que seja escolhida técnica atinente à abordagem de resultado, cumpre ao avaliador maximizar o uso de dados observáveis, devendo justificar, com base na indisponibilidade desses dados, o uso de informações não observáveis;<sup>11</sup>
- d) em todo caso, as informações não observáveis eventualmente utilizadas devem refletir as premissas que os participantes do mercado utilizariam ao precificar a patente, incluindo premissas sobre os riscos inerentes à técnica de avaliação empregada e às informações utilizadas;<sup>12</sup> e
- e) fluxos de caixa e taxas de desconto devem refletir premissas que os participantes do mercado utilizariam ao precificar a patente.<sup>13</sup>

---

<sup>8</sup> V. CPC, itens 11 e 12.

<sup>9</sup> V. CPC 46, itens 27 a 33.

<sup>10</sup> V. CPC 46, item 61.

<sup>11</sup> V. CPC, itens 67 e 87.

<sup>12</sup> V. CPC, item 87.

<sup>13</sup> V. CPC, item B14.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

32. Note-se, ainda, que o avaliador pode desenvolver dados não observáveis, inclusive com base em dados próprios da entidade, mas deve utilizar as melhores informações disponíveis e realizar os ajustes necessários sempre que informações razoavelmente disponíveis indicarem que outros participantes do mercado utilizariam dados diferentes ou se houver algo específico para a entidade que não estiver disponível para outros participantes do mercado (por exemplo, uma sinergia específica).<sup>14</sup>

33. O avaliador, contudo, não precisa empreender esforços exaustivos para obter informações sobre premissas de participantes do mercado. Cumpre-lhe levar em conta todas as informações sobre premissas de participantes do mercado que estiverem razoavelmente disponíveis.<sup>15</sup>

34. Ainda de acordo com as diretrizes estabelecidas no CPC 46, a mensuração do valor provável de realização da patente deve incluir um prêmio de risco que reflita o valor que os participantes do mercado exigiriam como compensação pela incerteza inerente aos fluxos de caixa. O grau de dificuldade na determinação desse prêmio não é razão suficiente para excluí-lo da mensuração.<sup>16</sup>

35. Por fim, vale salientar que, como os fluxos de caixa devem refletir premissas que seriam utilizadas por participantes do mercado, o avaliador deve obter informações (observáveis ou não) que permitam verificar a viabilidade financeira da patente, tendo em vista, em particular, as condições do mercado. Por exemplo, a existência de patentes similares em mãos de outros participantes pode afetar significativamente as expectativas relativas aos montantes futuros de entrada de caixa.

### Conclusões

36. Em suma, por todo o exposto, respondo à consulta nos seguintes termos:

---

<sup>14</sup> V. CPC, item 89.

<sup>15</sup> V. CPC, item 89.

<sup>16</sup> V. CPC, item 88 e B16.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (a) os ativos representados pelas patentes detidas pela Nexoleum podem ser considerados no laudo de avaliação a preços de mercado a que se refere o art. 256 da Lei nº 6.404/1976; e
- (b) o valor provável de realização dessas patentes, a ser reconhecido nessa avaliação, pode ser apurado pelo fluxo de caixa esperado pela sua exploração, desde que observadas determinadas condições, especialmente as indicadas nos §§ 27 a 35 deste voto;
37. Proponho, por fim, que a Companhia seja intimada desta decisão para que avalie se o laudo de avaliação apresentado atende às condições acima assinaladas ou se ajustes se fazem necessários.

Rio de Janeiro, 6 de junho de 2017

*Original assinado por*  
Pablo Renteria  
**Diretor**