



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 14/2019-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 22 de fevereiro de 2019.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Oferta pública de aquisição para descontinuidade do Programa de Brazilian Depositary Receipts – BDR Nível III e cancelamento do registro de emissor estrangeiro de PPLA Participations Ltd. - Processo CVM nº 19957.009969/2018-11

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de correspondência encaminhada à CVM pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), em 01/11/2018 (documento 0628306), submetendo à análise desta Autarquia, em observância ao item 6.6.7, § 6º, do Manual do Emissor^[1] da B3, procedimento diferenciado para descontinuidade voluntária do programa de Certificado de Depósito de Ações – BDR Nível III (“Programa BDR”) de emissão de PPL Participations Ltd. (“Companhia”), que consiste na realização de oferta pública de aquisição de *units* e BDR (“Oferta”), a ser realizada pelo BTG Pactual Holding S.A. (“Ofertante”).
2. A propósito, a B3 atestou o cumprimento dos procedimentos propostos pelo Ofertante para descontinuidade do referido programa, conforme teor da correspondência supra, cabendo, portanto, à CVM a aprovação final de tal procedimento.
3. Ressalta-se que o procedimento proposto pelo Ofertante para descontinuidade do Programa de BDR da Companhia pretende observar, no que entende aplicável, as disposições constantes da Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361”) no que tange às OPA para cancelamento de registro.
4. Cabe destacar que, após o Ofertante divulgar sua intenção em descontinuar o Programa BDR da Companhia, diversas reclamações de acionistas foram encaminhadas à CVM questionando, na opinião dos reclamantes, inconsistências no Laudo de Avaliação, manipulação de mercado, *insider trading* e infração às regras de divulgação de informações relevantes. De modo a tratar de tais reclamações, a SOI instaurou o Processo CVM nº 19957.009240/2018-36 e o remeteu à SRE, SMI e SEP. Não obstante as reclamações tramitem por meio de Processo específico, detalhamos, na seção “II. Reclamações”, a seguir, tais reclamações, o posicionamento da Companhia e do Ofertante quanto ao seu teor, bem como o posicionamento das áreas técnicas da CVM pertinentes em relação às supostas irregularidades apresentadas.

I. Alegações do Ofertante

5. De forma a justificar a descontinuidade do Programa BDR e o consequente cancelamento de registro de emissor estrangeiro da Companhia, o Ofertante apresentou a seguinte fundamentação, conforme texto constante do item 1.2 da última minuta do Edital da Oferta encaminhada à CVM:

(...)

(i) de acordo com o Manual, o emissor estrangeiro poderá submeter à aprovação da B3 procedimentos e condições diferenciados para descontinuidade do Programa de BDR, em situações excepcionais e justificadas;

(ii) a B3 possui também a competência para determinar tais procedimentos e condições diferenciados para descontinuidade do Programa de BDR;

(iii) as Units e os BDRs de emissão da Companhia possuem liquidez apenas e exclusivamente na B3, de tal forma que nenhum outro valor mobiliário da Companhia possui qualquer forma de liquidez ou alternativa para a efetiva e recorrente negociação em qualquer outro ambiente de negociação, incluindo, a Euronext em Amsterdam, na Holanda, um mercado regulado operado pela Euronext Amsterdam N.V. ("Euronext"), na qual as Ações estão diretamente listadas;

(iv) as Units sempre possuíram, desde o início de suas negociações segregadas na B3, baixa liquidez decorrente do baixo volume de negociação diário;

(v) a racionalização dos custos operacionais da Companhia, na medida em que a listagem como emissor estrangeiro, com Units negociadas na B3, demanda estrutura específica para o cumprimento de obrigações regulatórias, que não mais se justificariam vis-à-vis as atuais estratégias e situação econômico-financeira da PPLA e dado que a Companhia não pretende acessar o mercado de bolsa para captação de recursos num futuro próximo;

(vi) em razão do exposto acima, na hipótese de eventual aplicação dos mecanismos previstos no item 6.6.7, subitem (iii), alíneas "a" e "b" do Manual (Período de Transferência e Sale Facility, conforme definidos no Manual), os atuais titulares de Units e dos BDRs não possuiriam uma alternativa para a efetiva e livre negociação dos valores mobiliários da Companhia na Euronext;

(vii) diante das específicas características da Companhia, os procedimentos necessários à descontinuidade do Programa de BDRs da PPLA não possuem previsão específica na regulação aplicável e inviabilizam a eventual aplicação dos mecanismos previstos no Item 6.6.7, subitem (iii), alíneas "a" e "b" do Manual, sendo necessária a utilização de procedimentos e condições diferenciados nos termos do Item 6.6.7, §3º do Manual; e

(viii) a Companhia informou também que iniciou tratativas com a Euronext de forma a iniciar os procedimentos necessários ao cancelamento da listagem das Units e das Ações subjacentes atualmente listadas no mercado por ela regulado e operado ("Procedimento da Euronext"). O referido Procedimento da Euronext possui como premissa a aprovação e conclusão da Descontinuidade do Programa de BDRs no Brasil

Com efeito, a Oferta representa uma oportunidade de liquidez aos titulares de Units e de BDRs. Além disso, uma vez que a Companhia não pretende acessar, no curto prazo, o mercado de bolsa para financiar suas atividades e a manutenção do registro de emissor de valores mobiliários implica uma série de custos, com a Descontinuidade do Programa de BDRs, os recursos que seriam utilizados para fazer

frente a tais custos poderão ser redirecionados à consecução dos objetivos sociais da Companhia.

Considerando o exposto acima, o procedimento referente à Oferta e à Descontinuidade do Programa de BDRs da Companhia busca observar, quando aplicável, as disposições da Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, conforme alterada, nos termos necessários à utilização de procedimentos e condições diferenciado previstos no Item 6.6.7, §3º e §6º do Manual.”

II. Reclamações

6. Na opinião de alguns reclamantes (consolidadas nos documentos 0644865 e 0644868 do presente Processo), o Laudo de Avaliação, elaborado pela Planconsult Planejamento e Consultoria Ltda. (“Avaliador”), conteria inconsistências e o valor das *units* estipulado para a Oferta seria inferior ao que eles considerariam como justo.

7. Em outras reclamações, são apresentados possíveis indícios de manipulação de mercado e *insider trading* em relação às *units* representativas de ações de emissão da Companhia, além de ter sido levantada a possibilidade de infração às regras de divulgação de informações sobre aquisição de participação relevante previstas na Instrução CVM nº 358/02.

8. No que tange aos indícios de manipulação de mercado e de *insider trading*, a GMA-1 informou, por meio de Despacho (documento 0654790 do Processo 19957.009240/2018-36), que as reclamações foram analisadas pelo Comitê de Comunicações da GMA-1, em reunião realizada em 14/12/2018, que assim concluiu:

“(…)

Isto posto, entendemos que a suposta manipulação na cotação do ativo PPLA11 alegada pelos reclamantes é fruto do entendimento equivocado que os investidores muitas vezes possuem ao entender que a corretora, que aparece no livro de ofertas da B3, é o comitente que está realizando a operação, quando na verdade ela está agindo como mero intermediário, representando os reais comitentes que colocam suas ofertas por meio da corretora.

Pelo acima exposto, por decisão unanime do Comitê, entendemos que o comportamento das cotações das units PPLA11 foi decorrente de condições de mercado e influenciada inicialmente pelo resultado ruim divulgado em 14/08/2017 e aprofundada pela reestruturação dos negócios da BTG Participations. Desta forma, não identificamos indícios de irregularidades a serem investigadas, justificando-se, por conseguinte, o encerramento do referido processo na GMA-1.”

9. No que tange às regras da Instrução CVM nº 358/02, a SEP informou por meio de Despacho (documento 0638997 do Processo 19957.009240/2018-36), que instaurou o processo 19957.010383/2018-91 para conduzir de maneira mais ordenada sua atuação na apuração de questões relacionadas à possível infração ao art. 12 da referida Instrução por parte da Companhia.

10. Cabe ressaltar que, ao ser questionada por esta área técnica sobre a atualização do registro da Companhia na CVM, a SEP se manifestou a respeito da questão supra nos seguintes termos:

“Após solicitação formulada pela GEA-3, A SMI encaminhou hoje à GEA-3, por e-mail, os dados de negociações realizadas pelo acionista que consta das reclamações.

Numa análise preliminar das informações da SMI, notamos que:

Entre set/2017 e jul/2018, o BTG Holding S.A. realizou aquisições em bolsa que

aumentaram gradualmente sua participação na PPLA Participations Ltd. (“PPLA”) em mais de 20% (indo de 12% para 35,1%).

No entanto, apenas em 16.07.2018, quando ultrapassou o limiar de 35%, foi divulgado o comunicado ao mercado do art. 12 da ICVM 358/02 (a primeira vez que o limiar de 5% foi ultrapassado teria sido em nov/2017).

Há indícios de que a participação do BTG Holding S.A. também não se encontrava adequadamente refletida no FRE divulgado em 07.05.2018 (constava a mesma participação de set/2017, quando, nesse intervalo, a participação aumentou em 12,8%). A informação que aparenta ser a correta apareceu no FRE pela primeira vez em 30.05.2018.”

11. Quanto às questões atinentes ao Laudo de Avaliação, transcrevemos abaixo trechos das reclamações que tratam especificamente de supostas inconsistências no referido documento e no preço justo estipulado para Oferta:

SAC 199552:

“No dia 24/09/2018 a PPLA anunciou a descontinuidade do programa de BDR. Juntamente com o fato relevante foi apresentado um Laudo que apresenta inúmeras inconsistências.

Vou apresentar algumas que obviamente impactam no preço justo apresentado: BrPec Agropecuaria: No cálculo do patrimônio líquido apresentado no laudo apresenta-se a informação do valor de 45.652MM conforme balanço auditado. O investimento em BrPec se dá através do FIP Bravo, CNPJ: 18.373.329/0001-63.

No site da própria CVM o valor desse FIP é de 79.45MM, diferente do que é apresentado no balanço Auditado. Se formos nos aprofundar um pouco mais, temos a descrição da BrPec nas demonstrações financeiras: A BrPec Agro-Pecuária S.A. (“Companhia” ou “BRPEC”) tem por objeto social a exploração de atividades agropecuárias: (a) a cria, recria e engorda (a pastejo ou confinamento) de gado bovino e quaisquer atividades relacionadas; (b) produção e comércio atacadista de leite de vaca; (c) exploração agrícola, compreendendo o plantio e comércio atacadista de soja, milho, arroz e trigo, sorgo, cana de açúcar e outros produtos agrícolas; (d) secagem e beneficiamento de grãos; (e) produção de silagem e outros produtos para alimentação de gado bovino; (f) produção de sêmen e embriões; (g) florestamento e reflorestamento de espécies nativas e exóticas; (h) participação como sócia ou acionista em outras sociedades, quando convier aos interesses da Companhia.

A BRPEC possui sede e desenvolve suas atividades na Fazenda Cristo Redentor (“Fazenda”), Rodovia BR-262 Km 628, município de Miranda, Estado do Mato Grosso do Sul, zona rural, com filial na Avenida Faria Lima, nº 3477, 10º andar, Itaim Bibi, São Paulo. Em 26 de setembro de 2013, a BRPEC adquiriu a Fazenda do BTG Pactual FI Imobiliário. A Fazenda possui uma área total de aproximadamente 132.000 hectares. Se olharmos a comparação com uma fazenda vizinha que está a venda como apresentada no link a (<https://brazilfazendas.com.br/immovel/fazenda-em-miranda-ms-142-600-hectares/>) temos uma discrepância ainda maior no preço. 1 bilhão de reais por uma fazenda de 142.000 hectares.

Além disso no item eventos subsequentes é apresentado que a PPLA recebeu montante de 72MM de reais a título de amortização de debentures através do FIP Turquesa. O FIP turquesa não consta como ativo no Laudo de Avaliação. No site da CVM o referido fundo encontra-se com o CNPJ: 15.321.021/0001-86, tendo seu patrimônio em 03/2018 como 821.331.548,03. Solicito então um posicionamento da Autarquia quanto aos referidos itens e a consistência do Laudo de Avaliação”

SAC 201587.

(...)A OPA ofertada em setembro deste ano é um abuso, uma piada de mal gosto, ainda que analisamos o documento vimos que os dados repassados não foram auditados pela Cia e nos último balanço pode se ver que o valor justo da empresa PagSeguro de propriedade do Grupo Folha (Uol) está depreciado e ainda o que é relevante: consideraram somente o valor da pagseguro invés do valor do UOL pois a PPLA é proprietária do UOL e não pagseguro por si só.

SAC 201541.

"Venho através desta informar que na página 15 do documento PPLA_Laudo_20181101_PT divulgado no site da PPLA Participations está descrito "Este trabalho não se constitui em nenhuma auditoria das demonstrações contábeis utilizadas, nem de quaisquer outras informações contidas neste relatório e, portanto, não deverá ser interpretado como tal" o que significa que os dados informados pela Cia ao emissor do relatório não foram auditados? tem relevância o estudo que está sendo feito em tal documento? os dados, movimentações, balanços são confiáveis?"

SAC 199595.

(...)

O papel ppla11 antiga BTG12 que foi desmembrada das units do Banco BTG, teve suas units listadas em bolsa em meados de junho.

Acontece que o papel iniciou com valor de 0,70 na época e por manipulação do próprio BTG pactual diante de constante venda do papel pela própria empresa o papel caiu durante meses chegando a 0,20 centavos e foi obrigado pela CVM a realizar o grupamento de 9 para 1 ou seja, eu tinha 10.000 papeis e passei a ter 1.100 depois do grupamento

O valor da ação após o grupamento foi para 5/6 reais e a manipulação do papel não parou, vendas massivas do banco BTG e a ação novamente caiu para 0,70 e após jogarem o valor abaixo.

Ou seja venderam a empresa por 5,6 reais e agora comunicam a OPA e querem pagar o valor que dizem justo de 1,19 e fechar o capital superprejudicando todos os minoritários do papel.

O valor justo deveria ser $1,19 \times 9 = 10,71$ "

12. Em face das referidas reclamações, a Companhia foi instada a se manifestar pela CVM, tendo apresentado as seguintes alegações.

13. Sobre a participação detida no Universo Online S.A., a Companhia esclareceu o que segue:

(...) a Reclamada esclarece, conforme disposto no seu Formulário de Referência, documento público disponível para consulta no website da própria CVM, que sua participação indireta atual é de 2,20% em tal sociedade.

10. As informações da Reclamada prestadas nas demonstrações contábeis condensadas intermediárias do período findo em 30 de setembro de 2018 (...) explicam diretamente o ganho de valor justo de R\$ 350,5 milhões na UOL como resultada da Oferta Pública de Ações da PagSeguro (sociedade subsidiária da UOL) na NYSE (New York Stock Exchange) ocorrido em 24/01/2018.

11. O ganho de valor justo de tal participação fez com que o ativo UOL (o qual é detentor da participação na PagSeguro) fosse avaliado a valor justo no montante de R\$ 475,49 milhões, conforme consta na página 26 no item (i) das notas explicativas

das Demonstrações Contábeis Intermediárias.”

14. Quanto ao questionamento referente à auditoria das demonstrações financeiras, a Companhia encaminhou o seguinte esclarecimento:

“(…) todas as suas demonstrações financeiras são auditadas, na forma da regulamentação em vigor, tanto na B3, quanto na CVM, pela Baker Tily 4Partners Auditores Independentes S.S., na qualidade de auditora independente e cujas informações podem ser identificados no item 2.1/2.2 do Formulário de Referência(…)”

“(…) todas as demonstrações financeiras são auditadas por auditores independentes registrados na CVM, que o valor dos ativos avaliados pautou-se nas informações e dados históricos auditados e revisados pelos auditores externos, incluindo balanços patrimoniais condensados intermediários auditados, na data-base de 30 de junho de 2018.”

15. Em relação à avaliação dos ativos BrPec Agro-Pecuária S.A. e do FIP Turquesa, a Companhia assim se pronunciou:

“12. A Reclamante alega que o valor justo aplicável a um dos investimentos da Reclamada, a BrPec Agro-Pecuária S.A. (“BrPec”), seria correspondente a aproximadamente R\$79 milhões. No entanto, a Reclamante omite que tais valores referem-se ao valor justo estimado na forma das Demonstrações Financeiras, na data-base de 31 de março de 2018, do Fundo de Investimento em Participações Bravo, documento disponível publicamente no site da Comissão de Valores Mobiliários.

13. Em contrapartida, a Reclamante ignora uma das relevantes premissas adotadas no âmbito da elaboração do Laudo de Avaliação, em laudo técnico elaborado segundo as normas do IBAPE - Instituto Brasileiro de Avaliações e Periciais de Engenharia: a data-base de 30 de junho de 2018.

14. Com base nisso, nota-se de forma evidente que, no decurso desse período, o investimento acima pode encontrar-se sujeito a eventuais variações. Assim, o valor justo estimado aplicável à BrPec no âmbito do Item 5.2.c do Laudo de Avaliação refere-se a aproximadamente R\$45 milhões, na data-base de 30 de junho de 2018, distinta daquela alegada pelo Reclamante.

15. Com o objetivo de fundamentar vazias alegações de que o ativo da BrPec encontra-se avaliado de forma inadequada, o Reclamante busca comparar a BrPec ao valor atribuído a uma fazenda alegadamente vizinha, destacando uma eventual “discrepância ainda maior no preço. 1 bilhão de reais por uma fazenda de 142.000 hectares”.

16. Embora não seja o caso de questionar o valor atribuído a um imóvel vizinho, o Reclamante novamente omite uma das principais premissas atribuídas no ato de avaliação de uma empresa: o seu valor justo estimado decorre do somatório dos seus ativos deduzidos dos seus passivos. A BrPec encontra-se atualmente sujeita a expressivas dívidas contraídas por meio de empréstimos, letras de crédito imobiliário e do agronegócio.

17. Consequentemente, o valor justo estimado atribuído à BrPec decorre do resultado aplicável ao somatório dos seus ativos deduzidos dos seus passivos, de modo a alcançar o valor previsto no âmbito do Laudo de Avaliação. A simplória análise proposta não merece prosperar frente à realidade da situação econômico-financeira da BrPec.

18. Resta evidente a impossibilidade de uma comparação justa e adequada à BrPec frente à fazenda vizinha mencionada pelo Reclamante, em razão do disposto acima

e das características inerentes a cada um dos referidos ativos, tal como, área total, área potencial agricultável imediata, cabeças de gados, — sendo certo também que esse tipo de comparação não faz parte do escopo usual de avaliadores independentes e também da própria avaliação por empresa de auditoria no âmbito de sua regular análise do ativo inerente à BrPec.

19. Adicionalmente, o Reclamante também alega que a Reclamada recebeu um montante de R\$72 milhões, "a título de amortização de debêntures através do FIP Turquesa".

20. Com relação a tal evento, conforme descrito nas demonstrações contábeis da Reclamada na data-base de 30 de junho de 2018, a Reclamada informa que a referida movimentação ocorreu entre sociedades e fundos de investimento integralmente detidos por subsidiárias e afiliadas da Reclamada. Dessa forma, o referido movimento não se mostra capaz de representar uma variação no valor justo estimada da Reclamada e, portanto, no próprio Laudo de Avaliação, nos termos do pronunciamento contábil IFRS 10 — Demonstrações Contábeis Consolidadas.

21. O FIP Turquesa é um veículo de investimento cujo valor de patrimônio é de aproximadamente R\$815 milhões em 30 de junho de 2018. Conforme divulgado nas demonstrações contábeis da PPLA e no Laudo elaborado pela Planconsult, certos investimentos são realizados diretamente ou através de veículos de investimento (incluindo fundos que também podem possuir investimentos de terceiros); e para facilitar a compreensão do patrimônio Líquido a Valor de Mercado, foram apresentados apenas os valores dos ativos e passivos detidos indiretamente pela PPLA.

22. Conforme exposto acima, o Reclamante apresenta uma série de alegações infundadas e desconexas frente ao Laudo de Avaliação e às informações já disponibilizadas ao mercado, tendo o Laudo de Avaliação amplo amparo e fundamento frente às perspectivas contábeis. Por fim, também chama atenção a abordagem direta do Reclamante perante a CVM, na medida em que durante o ano de 2018 ele foi sempre prontamente atendido (por e-mails e telefonemas) pelo time de Relações com Investidores da Reclamada, quando possuía dúvidas sobre determinados ativos — sendo certo que no presente caso, no entanto, o time da Reclamada não foi procurado pelo Reclamante em nenhum momento sobre o tema.”

16. Sobre supostas manipulações nos BDR pelo Ofertante, com o objetivo de forçar uma queda em sua cotação, a Companhia esclareceu o seguinte:

18. Sobre a variação da participação e operações realizadas com as ações da Reclamada, cumpre ressaltar, inicialmente, que o Reclamante e outros investidores apresentaram e continuam apresentando de forma recorrente à Reclamada e a esta CVM questionamentos em fatos materialmente semelhante aos solicitados pela Reclamante no âmbito da Mensagem. Tais questionamentos sempre foram pronta e diligentemente atendidos pelo Diretor de Relações com Investidores da Reclamada em exercício tanto aos investidores quanto a esta CVM.

19. Nesse contexto e conforme exposto anteriormente, a Reclamada verificou junto à BTG Pactual Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("Corretora"), sociedade controlada pelo Banco BTG Pactual S.A. ("Banco"), que um tema semelhante já foi abordado e devidamente esclarecido pela Corretora no passado, no âmbito do Processo 19957.002989/2017-71. Aquilo que pareceu ter ocorrido por parte do Reclamante seria uma confusão, ao concluir que clientes da corretora operando o ativo PPLA11 seriam, na verdade, ordens estruturadas e de iniciativa da própria

Corretora. De fato, as diferentes áreas envolvidas na CVM corretamente concluíram na época que:

"O senhor alega ter "notado que a cotação [de PPLA11] vem sendo manipulada pelo banco/corretora BTG". Esclarecemos que não necessariamente uma corretora de valores opera para sua carteira própria: a natureza da atividade de uma corretora é a intermediação de operações, isto é, atuar por conta e ordem de seus clientes. Portanto, o fato de uma corretora aparecer como vendedora, compradora, ou mesmo vendedora e compradora ao mesmo tempo, decorre das ordens recebidas de seus clientes e normalmente não diz respeito posições detidas pela própria corretora." (e-mail enviado pela Gerência de Orientação aos Investidores 2 — GOI-2 ao então reclamante, em 3 de abril de 2017)

(...) a instituição alega que é aderente à regulamentação que exige a segregação de atividades com que presta seus serviços, inclusive o de intermediação financeira para clientes, em relação ao restante do Grupo BTG Pactual. Ainda, afirma que não seria possível ao requerente determinar quem seriam os clientes por trás das ordens emitidas pela corretora, sendo que ao requerente apareceria apenas o código do intermediário, e não os comitentes finais. Por fim, afirma que eventuais prejuízos sofridos pelo requerente seriam compatíveis com o risco inerente ao mercado de capitais.

Em princípio, as alegações da corretora são plausíveis e estão em linha com as orientações prestadas ao investidor (...).' (despacho interno de analista da mesma GOI-2, em 19 de abril de 2017)

"(...) nem o Banco BTG Pactual nem a sua Corretora realizaram operações para as suas carteiras próprias. A grande maioria de investidores que transacionaram esse ativo no período são pessoas físicas, muitas delas atuando como day traders.

Por decisão do Comitê, foi deliberado que o caso não possui elementos que justifiquem o aprofundamento das investigações nesta Superintendência, justificando-se o encerramento do presente processo na GMA-1. " (despacho interno da Gerência de Acompanhamento de Mercado 1 — GMA-1, em 23 de junho de 2017)

20. Adicionalmente, a Reclamada já foi objeto, através da CVM, de reclamações por fatos muito semelhantes aos aqui apresentados. Mais do que isso, no âmbito do Processo 19957.008902/2017-70 também foi analisada uma reclamação (...), de caráter semelhante, o que não deixa de ser um caso de preclusão administrativa, na medida em que se trata de tema já analisado e arquivado pela CVM, antes mesmo de qualquer manifestação por parte da Reclamada no âmbito desse outro processo. De fato, as diferentes áreas envolvidas na CVM corretamente concluíram na época, ao analisar supostas práticas de manipulação de preço e negociação com informações privilegiadas, que:

"Por todo o exposto, ao menos numa análise superficial, não identificamos nestes autos indícios que dessem sustentação à suspeita dos investidores. Todavia, uma investigação mais aprofundada pode levar à conclusão diferente.

Assim, proponho encaminhar o processo para a SMI, para que adote as medidas que entender cabíveis. " (despacho interno da Gerência de Orientação aos Investidores 2 — GOI2, em 28 de agosto de 2017)

"(...) as denúncias não apresentam a motivação para que o banco BTG Pactual estivesse interessado em reduzir as cotações da BTG Participations Ltd.

(...) Da mesma forma, as reclamações são omissas quanto qual informação privilegiada o Banco BTG Pactual teve acesso para fundamentar suas vendas.

(...) por decisão unânime do comitê, entendemos que o comportamento das cotações das units BBTG12 foi decorrente de condições de mercado e influenciada principalmente pelo resultado ruim divulgado em 14/08/2017, não tendo o fundo exclusivo do Banco BTG Pactual operado de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado. Desta forma, não há irregularidade a ser investigada, justificando-se, por conseguinte, o encerramento do referido processo na GMA-1. " (despacho interno da Gerência de Acompanhamento de Mercado 1 — GMA-1, em 10 de outubro de 2017)

21. Não obstante o disposto acima, no intuito de esclarecer as alegações sobre a variação do preço relacionadas à ações da corretora, a Reclamada apresenta agora sua manifestação às descabidas alegações do Reclamante, em termos semelhantes a respostas anteriormente encaminhadas pela Reclamada (para facilitar a referência, a numeração abaixo é correspondente à página da Reclamação em que a alegação é mencionada pela 1ª vez):

Páginas I e 3: A Reclamada ressalta a recorrente confusão que continua sendo feito pelo Reclamante, de que estariam sendo feitas supostas ações irregulares pelo Banco, sendo certo que os fatos aqui analisados dizem respeito apenas à Reclamada e ocorreram após a finalização da migração da negociação das units BBTG11 para as units do referido Banco e da Reclamada.

Em relação à queda acentuada das units PPLA11, trata-se de risco inerente aos ativos de renda variável, que foi amplamente destacado pela Reclamada no âmbito da migração da negociação das units, e possivelmente influenciada pelos resultados financeiros apresentados pela Reclamada nos últimos trimestres. Tampouco há que se falar em controle da Reclamada por parte do Banco, conforme fica claro na análise do Formulário de Referência da Reclamada (sua estrutura acionária também está disponível em seu site de Relações com Investidores). Em complemento ao exposto acima, de acordo com as demonstrações financeiras da Reclamada revisadas por auditor independente, assim como na forma do Laudo de Avaliação da Reclamada, ambos devidamente disponibilizados ao mercado, a Reclamada apresenta de forma recorrente resultados negativos, em razão de sua atual estrutura de capital e alavancagem.

A Reclamada refuta a correlação entre os fatos apresentados pelo Reclamante e a queda da cotação da PPLA11 — como já: destacado pela própria CVM em sua análise anterior (vide parágrafo 2 acima), tal queda foi possivelmente influenciada pelos resultados financeiros apresentados pela Reclamada.

A Reclamada faz referência aos parágrafos acima, considerando a clássica confusão por parte do Reclamante ao ver negociações sendo conduzidas pela BTG Pactual Corretora de Títulos e Valores Mobiliários) S.A. e o fato de que a própria CVM reconheceu que não houve negociações vedadas no período anterior à divulgação dos resultados financeiros do 2º trimestre de 2017 da Reclamada..

Em relação à alegada violação, por parte da Reclamada, e da ausência de informações sobre o aumento da participação dos controladores, a Reclamada esclarece que o referido aumento de participação acionária na Reclamada foi devidamente apresentado no âmbito da atualização anual do Formulário de Referência divulgado em maio deste ano ao mercado, cuja informação foi atualizada no mês de julho de 2018, quando da ocorrência de um incremento na participação acionária da BTG Pactual Holding S.A. na Reclamada.

Página 2: Sobre a alegação de que houve uma dissonância nas informações prestadas pela Reclamada, a Reclamada informa que (i) a posição dos administradores e da própria Reclamada foram mensalmente divulgadas pela Reclamada nos formulários elaborados nos termos da Instrução CVM 358, não havendo qualquer inconsistência ou omissão de informações no âmbito de tais formulários, e (ii) não há que se falar em recompra pela Reclamada, conforme formulários mensais com posição zerada) divulgados pela Reclamada nos termos da Instrução CVM 358.

A Reclamada ressalta também que realizou as divulgações aplicáveis a respeito do processo para descontinuidade voluntária do Programa de BDRs de emissão da Companhia, conforme exposto em Fato Relevante de 24 de setembro de 2018, na qual detalha o contexto que envolve a Reclamada. Quanto ao preço proposto, está respaldado por Laudo de Avaliação, sendo importante também deixar claro que caberá ao free float da Companhia a decisão pela potencial venda e, a depender do resultado, pela efetiva descontinuidade. Por fim e apenas para rebater de forma exaustiva os argumentos trazidos pelo Reclamante, não há correlação direta entre eventuais negociações nos últimos meses e o atual processo para descontinuidade voluntária do Programa de BDRs de emissão da Companhia, na medida em que os procedimentos e preços de negociação seriam naturalmente distintos.

22. Cumpre também à Reclamada esclarecer as alegações específicas da Reclamante sobre a manipulação realizada há certos meses com uma suposta "ordem tampão de R\$ 1,32 (ontem)", a qual não merece prosperar, considerando a restrição das sociedades envolvidas na Oferta para a realização de operações de ativos da Reclamada na B3 S.A. — Brasil, Bolsa, Balcão. Mais uma vez, ocorre uma confusão por parte da Reclamante, ao concluir que clientes da Corretora operando o ativo PPLA11 seriam, na verdade, ordens estruturadas e de iniciativa da própria Corretora. A Corretora está, na prática, somente intermediando as operações de um cliente externo, conforme relatado acima extensivamente.

23. Vê-se, portanto, que o Reclamante apresenta uma série de informações desconexas, infundadas, em diversos pontos pouco transparentes e, acima de tudo, em sua essência repetidas no que se refere a temas já recentemente analisados por duas áreas distintas da CVM e a Reclamada reitera que cumpre integralmente todas as disposições e regras da CVM referentes à divulgação de informações sobre seus acionistas, na forma da regulamentação em vigor, não havendo qualquer cabimento nas denúncias apresentadas pelo Reclamado.

(...)"

17. O Ofertante, por sua vez, questionado por esta área técnica em relação ao teor das reclamações supra, informou que teve acesso às respostas elaboradas pela Companhia e ratifica os termos e argumentos nelas expostos.

18. Ao analisarmos preliminarmente tanto as reclamações como os esclarecimentos prestados pela Companhia e ratificados pelo Ofertante, parece-nos que os pontos de preocupação emanados em tais reclamações foram esclarecidos pela Companhia.

19. Com relação às questões trazidas nas reclamações que são de competência da SMI, entendemos que, com base na manifestação da citada área técnica, não haveria providências adicionais a serem tomadas.

20. Já no que tange às questões referentes a assuntos de competência da SEP constantes das reclamações, entendemos que a apuração das eventuais irregularidades praticadas não prejudicaria a realização da Oferta, tampouco o eventual futuro cancelamento do registro de emissor estrangeiro da Companhia prejudicaria a condução dos trabalhos por aquela Superintendência.

III. Características da Oferta

21. A Oferta tem como objeto a aquisição de até (i) 18.446.564 *units* de emissão da Companhia, admitidos à negociação na B3 sob o código “PPLA11”, correspondentes a, aproximadamente, 64,19% das *units* de emissão da Companhia, que correspondem à totalidade das *units* em Circulação; e (ii) 101.601 BDRs Classe A e 203.201 BDRs Classe B (os quais não estão admitidos à negociação na B3) de forma segregada às *units*.

22. Cada *Unit* é composta por (a) 1 certificado de depósito de ações – BDR Nível III Classe A (com lastro em 1 ação classe A de emissão da PPLA Participations Ltd.), e (b) 2 certificados de depósito de ações – BDRs Nível III Classe B (com lastro, cada um, em 1 ação classe B de emissão da Companhia).

23. A Ofertante é titular de 10.288.709 ações Classe A e 20.577.416 ações Classe B de emissão da Companhia, equivalente à 35,7% do total de ações que compõem o seu capital social.

24. Vale ressaltar que, dentre o total de *units* e ações objeto da presente Oferta, encontra-se incluído cerca de 7% do total do capital social que pertencem a pessoas vinculadas à Ofertante e que não serão contabilizadas para apuração do quórum de sucesso da OPA, conforme definido no parágrafo 30, abaixo.

25. O preço ofertado é de R\$ 1,19 por *unit* e de R\$ 0,40 por BDR (1/3 do valor da *unit*) independentemente da classe. Desse modo, caso todas as *units* e BDR objeto sejam adquiridos, o valor total previsto para a Oferta será de R\$ 22.072.316,00.

26. No julgamento da Ofertante, o preço por *unit* é justo, pois foi obtido com base em Laudo de Avaliação elaborado pelo Avaliador especificamente para o presente procedimento de deslistagem.

27. O Laudo de Avaliação apurou o valor da Companhia com base nas seguintes metodologias:

(i) valor do patrimônio líquido contábil, cujo valor apurado para cada *unit* foi de R\$ 1,12;

(ii) valor do patrimônio líquido a preços de mercado por ação para data base de 30 de junho de 2018, cujo valor apurado foi de R\$ 1,19; e

(iii) preço médio das ações ponderado pelo volume de negociação das *units* da Companhia (VWAP), cujo valor apurado foi de R\$ 0,81 a 1,66.

28. Conforme consta do Laudo de Avaliação, o valor patrimonial a preços de mercado foi escolhido pelo Avaliador como critério que melhor representa o valor econômico da Companhia, visto que se trata de uma entidade de investimentos, cujo propósito comercial é investir recursos para retornos de capital e/ou receitas de investimentos, mensurando o desempenho de todos os seus investimentos substancialmente com base no valor justo.

29. Assim, o avaliador esclarece que o valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado foi apurado tomando por base o cálculo do valor presente dos recebimentos e a necessidade de caixa dos ativos e exigíveis separadamente, com base nas atuais análises de mercado quanto ao valor dos recursos financeiros ao longo do tempo e os riscos específicos de cada ativo.

30. A Oferta conta com a previsão de observância do quórum de sucesso de que trata o inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361, nos seguintes termos dos itens 2.5 e 2.5.1 de seu Edital:

“2.5 Descontinuidade do Programa de BDRs. A Descontinuidade do Programa de BDRs será eficaz se, e somente se, os titulares das Units e BDRs em Circulação que aceitarem a Oferta ou concordarem expressamente com a Descontinuidade do

Programa de BDRs representarem um percentual igual ou superior a 2/3 (dois terços) das Units e BDRs em Circulação de titularidade dos Investidores Habilitados, nos termos do Item 2.5.1. abaixo.

2.5.1 Para os fins do Item 2.5, serão considerados Units e BDRs em Circulação apenas as Units e BDRs cujos titulares (i) expressamente concordarem com a Descontinuidade do Programa de BDRs, sem a alienação de suas Units e BDRs em Circulação na Oferta, nos termos do Item 4.7.2 abaixo; e (ii) se habilitarem para o leilão.”

31. Caso não seja atingido o quórum de sucesso na forma acima descrita, a Ofertante desistirá da Oferta e, conseqüentemente, da descontinuidade do Programa BDR, observando, portanto, o inciso II do art. 15 da Instrução CVM 361, nos seguintes termos do item 2.5.2 de seu Edital:

“2.5.2 Caso a condição para a Descontinuidade do Programa de BDRs disposta no Item 2.5 acima não seja verificada, a Ofertante desistirá da Oferta para a Descontinuidade do Programa de BDRs.”

32. A Oferta conta, ainda, com a faculdade a que se refere o § 2º do art. 10 da Instrução CVM 361 (*put*), conforme redação constante do item 2.6 de seu Edital:

“2.6 Venda nos 3 (três) Meses Seguintes à Data de Liquidação. Caso em decorrência da Oferta, titulares que representem um número igual ou superior a 2/3 (dois terços) das Units e dos BDRs em Circulação, aceitem a Oferta e efetivamente vendam suas Units e/ou BDRs e/ou concordarem expressamente com a Descontinuidade do Programa de BDRs, qualquer titular que deseje vender suas Units e seus BDRs ao Ofertante poderá apresentar um pedido ao Ofertante, à Instituição Intermediária e/ou ao Depositário para tal efeito durante os 3 (três) meses seguintes à Data de Liquidação, (...). O Ofertante estará obrigado a adquirir tais Units e BDRs pelo Prazo da Obrigação Adicional e pagará aos respectivos titulares o Preço por Unit e o Preço por BDR, em moeda corrente nacional, ajustado pela variação da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais, cursadas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (“Taxa Selic”) ou, em caso da extinção da Taxa Selic ou não divulgação por mais de 30 (trinta) dias com relação à data em que deveria ter sido divulgada, por outra taxa que venha a substituí-la (“Taxa de Reajuste”), o qual deverá acontecer no máximo até 15 (quinze) dias após a solicitação do titular para vender suas Units ou BDRs. A liquidação das aquisições que o Ofertante vier a realizar nesse período não será realizada por meio da Câmara BM&FBOVESPA administrada pela B3 (“Obrigação Adicional”).”

33. Destaque-se que, a fim de observar requisito constante da legislação de Bermudas^[2], onde a Companhia é registrada, a Oferta contém previsão para aquisição superveniente das ações caso remanesçam em circulação, após a Oferta e após o período para exercício da *put*, menos de 10% do total de *units* e BDR em circulação, nos termos do item 2.7. do Edital da Oferta, *in verbis*:

“2.7 Aquisição Superveniente. Se, após o Prazo da Obrigação Adicional e nos termos da legislação de Bermudas, remanescerem em circulação menos que 10% do total do Total de Units e BDRs, a Ofertante compromete-se a adquirir toda e qualquer Unit, BDR Classe A e/ou BDR Classe B detidas pelos investidores que não participaram do Leilão, pelo mesmo preço (Preço por Unit ou Preço por BDR), ajustado pela Taxa de Reajuste, desde a data do Leilão até a data do depósito do Preço por Unit ou do Preço por BDR (conforme aplicável) (“Aquisição Superveniente”).”

34. Finalmente, ressalte-se que a Oferta conta com a garantia de liquidação financeira pela

Instituição Intermediária, nos termos do §4º do art. 7º da Instrução CVM 361, nos seguintes termos de seu Edital:

6.2 Obrigação da Instituição Intermediária e da Ofertante. Observadas as condições indicadas no Item 2.8 deste Edital, a presente Oferta é imutável e irrevogável, sendo a sua liquidação assegurada pela Instituição Intermediária.

Garantia de Liquidação Financeira. A Instituição Intermediária garantirá a liquidação financeira dos valores a serem liquidados no ambiente da B3. Nesse sentido, a Instituição Intermediária garantirá a liquidação financeira em montante necessário à aquisição de todas as Units e BDRs Objeto da Oferta, inclusive aquelas remanescentes sujeitas à Obrigação Adicional e à Aquisição Superveniente, considerando o Preço por Unit e o Preço por BDR, conforme aplicável, inclusive quaisquer valores a ela incorporados, nos termos deste Edital e do contrato de intermediação celebrado entre a Instituição Intermediária e a Oferta (“Contrato de Intermediação”).”

35. Cabe destacar que durante a análise da documentação e dos procedimentos da Oferta, encaminhamos a seguinte exigência por meio do Ofício nº 326/2018/CVM/SRE/GER-1:

“2.2.12 - Inserir redação em que consta a previsão para revisão do preço da oferta, nos termos do art. 4º-A da Lei nº 6.404/76 e dos arts. 23 e 24 da Instrução CVM 361, levando em conta, ainda, que o prazo de 15 dias para convocação de assembleia especial de acionistas titulares de ações em circulação se iniciou a partir da disponibilização do laudo de avaliação ao público.”

36. A Ofertante, por sua vez, apresentou a seguinte fundamentação para a ausência da previsão para revisão do preço da oferta:

“(…) as Partes reforçam a visão de que à Companhia, constituída sob a regulação de Bermudas, via de regra não se aplicam os dispositivos da Lei nº 6.404/76 (salvo, naturalmente, aqueles recepcionados pela regulação aplicável da CVM), consoante conclusões da Superintendência de Relações com Empresas-SEP, da Procuradoria Federal Especializada – PFE CVM e por unanimidade do Colegiado da CVM no contexto de uma reclamação apresentada, em que titulares de BDRs de emissora estrangeira solicitaram à CVM que concluísse pela aplicação da lei societária brasileira a emissora estrangeira sediada em Bermuda as próprias orientações da Superintendência de Relações com Empresas não corroboram o pleito dos reclamantes, nos termos do seu referido Ofício-Circular anual divulgado em 2018 e da decisão acima referida.

Alías, importante ressaltar que, não sendo aplicável a legislação societária brasileira, e apesar de não incidir tampouco a Instrução CVM 361/02, conforme alterada, per se, por razões óbvias, a Companhia e a Ofertante optaram por balizar a Oferta (em linhas gerais e no limite do que não seja inaplicável ou ilógico) nesta última regulamentação, por conveniência e facilidade do mercado e dos reguladores, dado o extenso arcabouço de experiências, estudos e precedentes acerca do uso de tal norma por emissores constituídos de acordo com a legislação brasileira e dado a escassez (para não dizer inexistência de procedimentos similares ao da Oferta).

Assim, servindo-se mais uma vez – por analogia – das regras aplicáveis às ofertas reguladas pela Instrução CVM 361 – resta evidente que, não sendo aplicável o artigo 4º-A da Lei nº 6.404/76 à Companhia, em razão de sua sede em Bermudas, os artigos 23 e 24 da Instrução CVM 361/2002, com referências expressas à Lei nº 6.404/76, também não se mostram aplicáveis.”

37. Por meio do Ofício nº 10/2018/CVM/SRE/GER-1, datado de 09/01/2018, reiteramos a exigência supra nos seguintes termos:

“(…) A despeito da resposta apresentada em face da presente exigência, consta do Edital a afirmação de que “o procedimento referente à Oferta e à Descontinuidade do Programa de BDRs da Companhia busca observar, quando aplicável, as disposições da Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, conforme alterada”. Nesse sentido, solicitamos fundamentar por qual motivo entende que a revisão de preço prevista nos arts. 23 e 24 da Instrução CVM 361 não seria aplicável à Oferta, uma vez que a mesma conta com laudo de avaliação;”

38. Em resposta a essa exigência, a Ofertante reiterou sua resposta anterior e adicionou os seguintes comentários:

“(…) a utilização de um Laudo de Avaliação no âmbito da Oferta – principalmente decorrente de solicitação realizada pela B3, e não de previsão regulatória específica – não deveria servir como fundamento para incidência dos arts. 23 e 24 da Instrução CVM 361/2002, mas sim a incidência de tal regra ora em discussão decorreria da aplicação da Lei nº 6.404/76, especialmente o discutido no art. 4º-A da referida Lei nº 6.404/76, o que (...) não seria aplicável à Companhia.

De mais a mais, a Ofertante entende que a adoção voluntária de um Laudo de Avaliação é referência suficiente para os destinatários da Oferta, sendo que o procedimento descrito nos artigos 23 e 24 da Instrução CVM 361/2002 possivelmente resultariam em ônus desproporcional à sua eventual efetividade para o processo em questão. Aliás, as hipóteses de obrigatoriedade de laudos de avaliação bem como a eficácia que os referidos procedimentos de revisão trariam tem sido objeto de diversos debates e questionamentos, inclusive envolvendo esta CVM e a B3.

(...)”

IV. Nossas Considerações

39. A descontinuidade de um Programa de BDR, bem como o cancelamento de registro de emissor estrangeiro encontra fundamento no parágrafo único do art. 48 da Instrução CVM 480, abaixo transcrito:

“Art. 48, Parágrafo único. O cancelamento do registro de emissor estrangeiro que patrocine programa de certificados de depósito de ações – BDR Nível II ou Nível III depende do cumprimento pelo emissor dos requisitos para o cancelamento do programa de BDR previstos na regulamentação específica.”

40. Da leitura do dispositivo supra, verifica-se que o mesmo remete à regulamentação específica sobre a emissão e negociação de BDR, que no caso é a Instrução CVM 332.

41. Nos termos da Instrução CVM 332, a descontinuidade do programa de BDR deve ser verificada primeiramente pela entidade administradora de mercado de balcão organizado ou bolsa de valores em que os certificados sejam negociados, atestando o cumprimento dos procedimentos por ela fixados para descontinuidade do programa, para que então a SRE possa se manifestar sobre o pedido, nos seguintes termos do art. 7º da citada Instrução:

Art. 7º O pedido de cancelamento do registro de programa de BDR deve ser encaminhado à SRE instruído com declaração da entidade administradora de mercado de balcão organizado ou bolsa de valores em que os certificados sejam negociados atestando o cumprimento dos procedimentos por ela fixados para descontinuidade do programa, nos termos do § 3º do art. 5º desta Instrução.

§ 1º O pedido de cancelamento de programa de que trata o caput deve ser apreciado pela SRE de acordo com os prazos de análise aplicáveis ao pedido de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos termos da regulamentação específica.

§ 2º A SRE pode solicitar outros documentos e informações adicionais para instruir a análise do pedido de cancelamento.

42. Cabe ressaltar que a Instrução CVM 332 foi recentemente alterada pela Instrução CVM nº 585/17, resultando em mudança na redação do supracitado art. 7º, com a definição de sua redação atual, sendo elucidativa a leitura de trecho do Relatório de Audiência Pública SDM nº 07/2016, abaixo, que explicita a natureza da alteração que foi realizada:

*“A nova redação dada o art. 7º – combinado com a alteração realizada no parágrafo único do art. 48 da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 – resulta numa mudança do procedimento vigente para cancelamento de programa BDR. Atualmente, os procedimentos para descontinuidade dos programas de BDR Nível II e Nível III (que envolvem emissores estrangeiros registrados) precisam ser aprovados previamente pela CVM. **O novo modelo pressupõe que os procedimentos para cancelamento de qualquer programa de BDR deverão estar previstos, de maneira detalhada, nos regulamentos emitidos pela entidade administradora de mercado organizado.** A entidade administradora de mercado deverá acompanhar o procedimento de descontinuidade do programa e – ao final do processo – encaminhará declaração à CVM de que a instituição depositária cumpriu os procedimentos por ela fixados.”* (grifo nosso)

43. Em linha com a mencionada alteração, a B3 definiu detalhadamente, em seu Manual de Emissor, os procedimentos para descontinuidade dos programas de BDR, destacando-se as seguintes passagens de referido manual:

“6.6.7. A descontinuidade voluntária de Programa de BDR deverá observar os seguintes requisitos, nos termos da regulamentação aplicável:

(i) decisão pela descontinuidade do Programa de BDR:

(a) pela instituição depositária, no caso de BDR Nível I Não Patrocinado; ou

(b) pelo órgão competente do Emissor Estrangeiro, nos termos de seu estatuto social ou instrumento equivalente, no caso de BDR Patrocinado;

(ii) divulgação imediata ao mercado da decisão pela descontinuidade do Programa de BDR, condicionada à aprovação dos procedimentos e condições por parte da B3;

(iii) submissão à aprovação por parte da B3, no prazo de 5 (cinco) dias contados da divulgação prevista no item (ii), dos procedimentos e condições para descontinuidade do Programa de BDR, os quais devem contemplar, no mínimo, as seguintes alternativas, de acordo com os prazos a seguir:

(a) transferência, para todos os titulares dos BDRs que optarem por essa alternativa dentro do prazo de 30 (trinta) dias contados da divulgação prevista no item (iv), dos valores mobiliários lastro dos BDRs para conta de custódia no mercado principal em que sejam negociados, a ser indicada pelos titulares dos BDRs à instituição depositária (“Período de Transferência”); e

(b) venda, em até 30 (trinta) dias contados do término do Período de Transferência, dos valores mobiliários lastro dos BDRs no mercado principal em que sejam negociados, desde que o recebimento do resultado pelos titulares dos BDRs no Brasil, em moeda corrente, corresponda à média dos preços praticados na venda (“Procedimento de Venda” ou “Sale Facility”).

(iv) divulgação imediata ao mercado, após a aprovação prevista no item (iii), dos procedimentos e condições para descontinuidade do Programa de BDR.

§1º A ausência de indicação de conta de custódia pelos titulares dos BDRs no Período de Transferência previsto no item 6.6.7 (iii) (a) será compreendida como aderência ao Procedimento de Venda previsto no item 6.6.7 (iii) (b).

§2º Em situações excepcionais e justificadas, a instituição depositária ou o Emissor Estrangeiro, conforme o caso, poderá submeter à aprovação da B3 procedimentos e condições diferenciados para descontinuidade do Programa de BDR, levando-se em consideração, dentre outros fatores: (i) concentração extraordinária de BDRs por um número reduzido de titulares; ou (ii) reduzido número ou volume financeiro de BDRs em circulação.

§3º A B3 poderá ainda determinar procedimentos e condições diferenciados para descontinuidade do Programa de BDR, incluindo aquisição dos BDRs, levando-se em consideração, dentre outros fatores:

(i) a relevância da liquidez dos BDRs nos Mercados Organizados administrados pela B3, comparativamente à liquidez dos valores mobiliários lastro dos BDRs no mercado principal em que sejam negociados; e

(ii) as consequências aos titulares dos BDRs da descontinuidade do Programa de BDR, diante, principalmente, da ausência de outro Mercado Organizado para a negociação do valor mobiliário em questão.

§ 4º Da decisão da B3 prevista nos §§ 2º e 3º cabe revisão, nos termos dos itens 11.3 a 11.6 do Manual do Emissor.

§ 5º A instituição depositária ou o Emissor Estrangeiro, conforme o caso, deverá divulgar imediatamente ao mercado eventual desistência quanto à descontinuidade do Programa de BDR.

§ 6º Exceto no caso de programa de BDR Nível I Não Patrocinado, o procedimento diferenciado de descontinuidade de Programa de BDR aprovado pela B3 nos termos dos §§ 2º, 3º e 4º deverá ser submetido à CVM para aprovação final. (grifos nossos)

44. Verifica-se então que, quando o procedimento a ser adotado para fins de descontinuidade de programa de BDR não seguir aquilo que foi ordinariamente previsto no Manual de Emissor da B3, ou seja, quando se tratar de procedimento diferenciado para fins do referido manual, tal procedimento deve ser encaminhado à CVM para aprovação prévia à sua efetivação, conforme está ocorrendo no presente caso.

45. Entendemos que a análise do referido procedimento diferenciado pela CVM, tenha sido ele proposto pelo emissor estrangeiro, seu controlador ou pela B3, deve pautar-se pelos princípios da razoabilidade e proporcionalidade, tendo como base de comparação aquilo que é garantido aos detentores de BDR nos procedimentos ordinários definidos na regulamentação aplicável.

46. Nesse sentido, cabe mencionar que a descontinuidade de um programa de BDR deve prever, em seu procedimento ordinário, de modo a preservar os direitos de seus titulares, a manutenção de sua posição acionária no mercado principal em que as ações da companhia emissora sejam negociadas ou a alienação das ações que servem de lastro aos BDR no mercado principal em que sejam negociadas (*sale facility*).

47. Ressalta-se que a definição de tal procedimento ordinário foi fruto de casos concretos que haviam ocorrido até então, como, por exemplo, o caso de LATAM Airlines Group S.A. (Decisão do Colegiado da CVM de 02/02/2016 – Processo CVM nº 19957.003211/2015-18) e o caso de TGLT S.A. (Decisão do Colegiado da CVM de 11/10/2016 – Processo CVM nº 19957.004657/2016-41).

48. Em nosso entendimento, o mencionado procedimento ordinário tem o intuito de oferecer aos titulares de BDR em circulação as opções de manter seu investimento, só que diretamente nas ações que lastreiam os certificados, ou monetizar seu investimento por meio do procedimento de *sale facility*, sendo que ambos pressupõem a existência de liquidez no mercado principal em que as referidas ações sejam negociadas.

49. Tal pressuposto fica claro da leitura do § 3º do 6.6.7 do Manual de Emissor da B3, acima transcrito, uma vez que define que a própria B3 poderá determinar a adoção de procedimento diferenciado para descontinuidade de programa de BDR levando em conta fatores como *“a relevância da liquidez dos BDRs nos Mercados Organizados administrados pela B3, comparativamente à liquidez dos valores mobiliários lastro dos BDRs no mercado principal em que sejam negociados”* e a *“as consequências aos titulares dos BDRs da descontinuidade do Programa de BDR, diante, principalmente, da ausência de outro Mercado Organizado para a negociação do valor mobiliário em questão”*

50. Voltando ao caso concreto, conforme descrevemos anteriormente no presente Memorando, o procedimento diferenciado proposto consiste na realização de uma oferta pública de aquisição de BDR, a qual observa grande parte das regras previstas para as OPA para cancelamento de registro, nos termos da Instrução CVM 361, contando, por exemplo, com preço baseado em laudo de avaliação, nos termos do inciso I do art. 16, quórum de sucesso de 2/3, nos termos do inciso II do mesmo artigo, opção de venda nos 3 meses seguintes à OPA, nos termos do § 2º do art. 10 e contratação de instituição intermediária, inclusive com garantia da liquidação financeira da Oferta, nos termos do art. 7º.

51. Não obstante, tal procedimento não conta com a possibilidade de titulares de no mínimo 10% dos BDR em circulação requererem a realização de conclave para deliberarem sobre eventual elaboração de nova avaliação para fins de determinação do valor da Companhia, em linha com os requisitos previstos nas OPA para cancelamento de registro constantes do art. 4º-A da LSA e dos arts. 23 e 24 da Instrução CVM 361.

52. A ausência de tal possibilidade no caso concreto, em nosso entendimento, enfraquece o procedimento proposto, uma vez que limita os titulares de BDR em circulação a: (i) aceitarem uma oferta a um preço baseado em laudo de avaliação contratado pelo Ofertante, sem a opção de decidirem pela contratação de um eventual segundo laudo, a ser elaborado por instituição por eles escolhida; ou (ii) passarem a ser titulares de ações de emissão da Companhia em Bermudas, sem qualquer liquidez^[3] e que sequencialmente não serão admitidas à negociação em nenhum mercado regulamentado^[4], caso o quórum de sucesso da Oferta seja atingido.

53. Ainda que o sucesso da Oferta esteja sujeito ao atingimento do quórum de 2/3, em linha com a regra constante do inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361, tal fato, por si só, não é considerado suficiente, pelo arcabouço regulatório aplicável ao cancelamento de registro de companhias abertas brasileiras, para que possa se constatar que a OPA foi realizada a preço justo, havendo a necessidade de que os titulares de ações em circulação tenham o direito de requerer um segundo laudo, nos termos do art. 4º-A da LSA.

54. Cabe enfatizar que o presente Laudo de Avaliação, elaborado pela Planconsult Planejamento e Consultoria Ltda., foi objeto de diversas reclamações, as quais, ainda que não tenham revelado, em análise preliminar desta área técnica, a presença de falha ou imprecisão na metodologia adotada, demonstram que a possibilidade de requisição de um segundo laudo poderia ser de grande valia aos detentores de BDR em circulação no presente caso.

55. Com base no acima exposto, entendemos que o procedimento ordinário para descontinuidade de programa de BDR previsto no Manual de Emissor da B3 dá aos titulares de BDR em circulação as opções de monetização de seu investimento a preço praticado em mercados de negociação onde se pressupõe haver liquidez, ou manutenção de tal investimento, desde que haja também liquidez das ações que lastreiam os BDR em seu mercado principal de negociação, de modo que a presença de liquidez naqueles mercados trará tanto ao *sale facility* quanto à manutenção das ações opções ao investidor de receber algo em troca dos BDR que tem como base preço definido por partes independentes em um mercado líquido, o qual poderia, em tese, ser considerado como justo.

56. De outro lado, o procedimento diferenciado ora proposto não garante a execução da operação ao preço justo, uma vez que a definição de tal preço não observa todos os requisitos previstos no arcabouço regulatório para a definição do preço justo em operações de fechamento de capital de companhias abertas brasileiras.

57. Desse modo, ainda que a LSA e a Instrução CVM 361 não tenham que ser observadas pelos emissores estrangeiros, ao analisarmos o procedimento diferenciado proposto pelo Ofertante, com base nos princípios da proporcionalidade e razoabilidade, somos favoráveis à aprovação do referido procedimento de descontinuidade de Programa de BDR Nível III para a PPLA Participations Ltd., desde que seja incluída em tal procedimento a possibilidade de os titulares de BDR em circulação requererem a elaboração de nova avaliação da Companhia, em linha com o previsto no art. 4º-A da LSA e replicado nos arts. 23 e 24 da Instrução CVM 361, sendo que o prazo de 15 dias para tal requisição seria contado da data da divulgação da Decisão do Colegiado da CVM que der notícia da aprovação do procedimento em questão.

V. CONCLUSÃO

58. Diante de todo o exposto, somos favoráveis à aprovação pela CVM do procedimento diferenciado de descontinuidade do Programa de BDR proposto pelo Ofertante e aprovado pela B3 para a PPLA Participations Ltd. desde que tal procedimento passe a contar com a possibilidade de revisão de seu preço, em linha com a regra contida no art. 4º-A da LSA e replicada nos arts. 23 e 24 da Instrução CVM 361.

[\[1\]](#) 6.6.7. *A descontinuidade voluntária de Programa de BDR deverá observar os seguintes requisitos, nos termos da regulamentação aplicável:*

(...)

§ 6º Exceto no caso de programa de BDR Nível I Não Patrocinado, o procedimento diferenciado de descontinuidade de Programa de BDR aprovado pela B3 nos termos dos §§ 2º, 3º e 4º deverá ser submetido à CVM para aprovação final.

[\[2\]](#) Bermuda Companies Act 1981 – section 102

[\[3\]](#) Conforme declarado pelo Ofertante na minuta do Edital da Oferta:

“(iii) as Units e os BDRs de emissão da Companhia possuem liquidez apenas e exclusivamente na B3, de tal forma que nenhum outro valor mobiliário da Companhia possui qualquer forma de liquidez ou alternativa para a efetiva e recorrente negociação em qualquer outro ambiente de negociação, incluindo, a Euronext em Amsterdam, na Holanda, um mercado regulado operado pela Euronext Amsterdam N.V. (“Euronext”), na qual as Ações estão diretamente listadas;

(iv) as Units sempre possuíram, desde o início de suas negociações segregadas na B3, baixa liquidez decorrente do baixo volume de negociação diário;

(...)

(vi) em razão do exposto acima, na hipótese de eventual aplicação dos mecanismos previstos no item 6.6.7, subitem (iii), alíneas “a” e “b” do Manual (Período de Transferência e Sale Facility, conforme definidos no Manual), os atuais titulares de Units e dos BDRs não possuíam uma alternativa para a efetiva e livre negociação dos valores mobiliários da Companhia na Euronext;

(vii) diante das específicas características da Companhia, os procedimentos necessários à descontinuidade do Programa de BDRs da PPLA não possuem previsão específica na regulação aplicável e inviabilizam a eventual aplicação dos mecanismos previstos no Item 6.6.7, subitem (iii), alíneas “a” e “b” do Manual, sendo necessária a utilização de

procedimentos e condições diferenciados nos termos do Item 6.6.7, §3º do Manual; e

”

[4] Conforme declarado pelo Ofertante na minuta do Edital da Oferta:

“(iii) as Units e os BDRs de emissão da Companhia possuem liquidez apenas e exclusivamente na B3, de tal forma que nenhum outro valor mobiliário da Companhia possui qualquer forma de liquidez ou alternativa para a efetiva e recorrente negociação em qualquer outro ambiente de negociação, incluindo, a Euronext em Amsterdam, na Holanda, um mercado regulado operado pela Euronext Amsterdam N.V. (“Euronext”), na qual as Ações estão diretamente listadas;”

“(viii) a Companhia informou também que iniciou tratativas com a Euronext de forma a iniciar os procedimentos necessários ao cancelamento da listagem das Units e das Ações subjacentes atualmente listadas no mercado por ela regulado e operado (“Procedimento da Euronext”). O referido Procedimento da Euronext possui como premissa a aprovação e conclusão da Descontinuidade do Programa de BDRs no Brasil.”

Atenciosamente,

CORDEIRO
GUSTAVO LUCHESE UNFER

RAUL DE CAMPOS

Analista GER-1

Gerente de Registros

- 1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

DOV RAWET

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Analista**, em 22/02/2019, às 16:11, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 22/02/2019, às 16:21, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 22/02/2019, às 16:44, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 25/02/2019, às 20:48, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0695084** e o código CRC **D3AF0FFD**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0695084** and the "Código CRC" **D3AF0FFD**.*
