



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 121/2019-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 17 de outubro de 2019.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Consulta acerca da possibilidade de contratação de novo avaliador no âmbito da OPA unificada por alienação de controle e para cancelamento de registro de Elekeiroz S.A. - Processo CVM nº 19957.005392/2018-60

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de expediente encaminhado à CVM em 06/09/2019, por Kilimanjaro Brasil Partners 1 B - Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior ("Consulente" ou "Ofertante"), contendo consulta ("Consulta") acerca da possibilidade de contratação de novo avaliador, no âmbito da OPA unificada por alienação de controle e para cancelamento de registro ("OPA" ou "Oferta") de Elekeiroz S.A. ("Companhia"), nos termos da Instrução CVM nº 361/02 ("Instrução CVM 361").

2. A propósito, a Consulente solicita a confirmação de que a atualização dos dados constantes de laudo de avaliação, conforme previsto no inciso II do §9º do art. 8º da Instrução CVM 361 e pelo item 34 do Ofício-Circular nº 02/2019 da SRE, reproduzidos abaixo, pode ser realizada por meio da contratação de novo laudo de avaliação a ser elaborado por um novo avaliador a ser contratado pelo Ofertante.

Instrução CVM 361:

"Art. 8º Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle.

(...)

§9º A CVM poderá exigir, dentro do prazo previsto no §2º do art. 9º, que o ofertante:

I - informe se o valor da companhia objeto sofreu alterações significativas após a data da avaliação; e

*II - em caso afirmativo, **solicite ao avaliador que atualize o***

valor da companhia objeto que consta do laudo de avaliação." (grifo nosso)

Ofício-Circular nº 02/2019 da SRE:

"34. Atualização de Laudo de Avaliação em OPA

Caso o prazo de análise do pedido de registro de OPA decorrido após a divulgação do Laudo de Avaliação se alongue por período superior a 1 ano, presumir-se-á que as informações com base nas quais o referido documento foi elaborado encontram-se desatualizadas, de modo que sua atualização, em regra, será exigida por esta área técnica, com o intuito de preservar ao acionista objeto da oferta o direito de tomar uma decisão refletida e independente, nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM nº 361/2002.

Essa possibilidade encontra-se prevista no §9º do art. 8º da Instrução CVM nº 361/2002, de modo que pode a CVM exigir, dentro do prazo de análise do pedido de registro OPA, que o Laudo de Avaliação seja atualizado pelo avaliador.

Cabe destacar ainda que a atualização do Laudo de Avaliação poderá ser exigida em prazo inferior ao acima mencionado, caso ocorra algum fato que justifique a atualização do referido documento."

3. O pedido de registro da OPA foi protocolado na CVM em 04/07/2018, contando com laudo de avaliação ("Laudo de Avaliação") elaborado pelo Banco ABC Brasil S.A. ("Avaliador").

4. O Laudo de Avaliação é datado de 29/06/2018 e apurou o intervalo de valor de R\$ 5,83 a R\$ 6,39 por ação de emissão da Companhia, utilizando a metodologia do fluxo de caixa descontado.

5. O Edital da OPA apresenta duas opções de preços:

(i) Opção I - Preço da Alienação: reproduzindo o valor de 80% do preço de alienação do controle da Companhia - uma parcela à vista no valor de R\$ 5,83 por ação (respeitando o limite inferior da faixa de preço apurada no laudo de avaliação) e uma parcela futura de materialização, montante e prazo incertos a depender de diferentes eventos, como alienação de imóveis, por exemplo; e

(ii) Opção II - Oferta Alternativa: uma parcela à vista no valor de R\$ 14,45 por ação (definida em função de decisão do Colegiado da CVM no âmbito de consulta elaborada pelo Ofertante, a qual será abordada na sequência do presente documento).

6. A Companhia tem em circulação debêntures ("Debêntures"), emitidas em 22/06/2018 com prazo de 5 anos, no valor de R\$ 110.000.000,00, integralmente subscritas pelo Avaliador.

7. Cabe lembrar que a Oferta foi objeto de consulta anterior ao Colegiado da CVM, apreciada em reunião datada de 18/06/2019, cuja ata transcrevemos abaixo:

"3. CONSULTA ACERCA DA POSSIBILIDADE DE ADOÇÃO DE PROCEDIMENTO DIFERENCIADO EM OPA UNIFICADA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE E PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA - PROC. SEI 19957.001012/2019-07

Trata-se de consulta formulada por Kilimanjaro Brasil Partners I B - Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior (“Consulente” ou “Fundo”) acerca da possibilidade de adoção de procedimento diferenciado em oferta pública de aquisição de ações unificando as modalidades (i) por alienação de controle e (ii) para cancelamento de registro (“OPA Unificada”) de Elekeiroz S.A. (“Elekeiroz” ou “Companhia”), nos termos do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/2002. O Consulente também solicitou que fosse conferido tratamento confidencial à consulta “a menos que e a partir de” eventual decisão favorável do Colegiado acerca da presente consulta e dos demais processos envolvendo os temas a ela correlatos.

Em paralelo ao pedido de registro da OPA Unificada, em dezembro de 2018, a Superintendência de Relações com Empresas - SEP concluiu que o laudo de patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum Bioderivados Ltda. (“Nexoleum”), preparado pela Grant Thornton Auditores Independentes e divulgado pela Companhia, não se prestou a evidenciar que o art. 256 da Lei 6.404/76 teria sido atendido, cabendo a Elekeiroz submeter a aquisição de 50% do capital da Nexoleum, ocorrida em 23.02.2016, à ratificação pela sua assembleia geral, nos termos do artigo 256 da Lei nº 6.404/1976. Nessa assembleia geral, os acionistas dissidentes terão o direito de se retirar da Companhia, mediante reembolso do valor das suas ações, uma vez que a Companhia não atenderia aos critérios de dispersão e de liquidez descritos no artigo 137, II, da Lei nº 6.404/1976.

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

Em 26.03.2019, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE submeteu o assunto ao Colegiado, que deu início à discussão da matéria. A proposta de procedimento diferenciado originalmente apresentada pelo Fundo, objeto da análise da área técnica, previa preços distintos para a OPA e para o recesso. Por tal razão, a SRE opinou pelo desprovimento do pedido, destacando que a Instrução CVM nº 361/2002 consagra, como princípios norteadores do regime das ofertas públicas de aquisição, a garantia de tratamento equitativo (artigo 4º, II) e a uniformidade do preço (artigo 4º, V). Com

relação ao pedido de sigilo, a SRE entendeu que a partir da deliberação pelo Colegiado da CVM, a consulta e a respectiva decisão deveriam ser tornadas públicas.

Após discussão, o exame do pedido foi suspenso em razão do pedido de vistas do Diretor Gustavo Gonzalez.

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

O Diretor Gustavo Gonzalez apresentou manifestação de voto em que ressaltou, inicialmente, a importância de a CVM analisar esse tipo de matéria em sede de consulta, visto que muitas vezes o lançamento de uma OPA envolve discussões jurídicas complexas, muitas vezes inéditas – assim como a situação do caso concreto. Destacou, ademais, que em determinadas situações não é possível segregar o enfrentamento de tais questões do próprio processo de registro, mas quando o é – tal como no caso em questão – a consulta deve ser o instrumento prestigiado.

A seu ver, a possibilidade de manutenção da consulta em sigilo é um componente importante para que as consultas passem a ser mais utilizadas, visto que em certas matérias, o tratamento confidencial é pré-condição para que o assunto seja levado à CVM em sede de consulta. Gonzalez pontuou, de um lado, que o preceito geral de publicidade dos atos da administração estabelecido pela Lei nº 12.527/2011 não afastou as regras de sigilo previstas nas legislações específicas, como, por exemplo, aquela prevista no artigo 157, § 5º da Lei nº 6.404/1976, bem como no artigo 260 da mesma Lei, sob pena de torná-las letra morta. Nesse ponto, ressaltou que o parágrafo único do artigo 13 da Lei nº 6.385/1976 conferiu à CVM a prerrogativa de, a seu critério, divulgar ou não as respostas às consultas que lhe são formuladas.

Por outro lado, a despeito de tal autorização, manifestou seu entendimento no sentido de que consultas como a presente não devem ser mantidas indefinidamente em sigilo, principalmente em decorrência do fato de que as respostas da autarquia fornecem orientações importantes a outros participantes do mercado.

Diante disso, e considerando as particularidades do presente caso, Gustavo Gonzalez sugeriu que, na hipótese de o Colegiado da CVM decidir pelo deferimento do pleito do Consulente, o levantamento do sigilo deverá ocorrer simultaneamente à divulgação da decisão proferida pela autarquia, e como destacado pelo próprio Fundo.

De outra parte, o Diretor Gustavo Gonzalez propôs que, caso o

Colegiado entenda pelo indeferimento do pleito formulado pelo Consulente, seja deferida a manutenção do tratamento confidencial à presente consulta pelo prazo de 6 (seis) meses. Segundo Gonzalez, a divulgação imediata dessas informações nessa hipótese acabaria por criar uma excessiva volatilidade no mercado, sem que, contudo, houvesse qualquer definição, de um lado, quanto aos eventuais ajustes no preço da OPA Unificada por parte do Consulente e, de outro, quanto ao exercício da prerrogativa da Companhia de recorrer da decisão da SEP acerca da obrigatoriedade de convocar a AGE. A informação geraria enorme especulação no mercado em decorrência das incertezas que dela adviriam, ao passo que não cumpriria a finalidade de informar os investidores.

No mérito, Gonzalez destacou que a Elekeiroz é uma companhia aberta com capital altamente concentrado e que se pode afirmar, com razoável grau de segurança que o percentual de ações em circulação será bastante reduzido em um futuro próximo em razão de dois eventos: a OPA por alienação de controle e o direito de recesso dos acionistas que discordarem da ratificação, pela assembleia geral da Elekeiroz, da aquisição de participação na Nexoleum.

Gustavo Gonzalez assinalou que a maior parte dos titulares de ações em circulação - aproximadamente 85%, segundo dados do Consulente - terão direito a exercer o recesso. Caso todos esses acionistas exercessem o recesso, as ações em circulação de emissão da Elekeiroz representarão ao final apenas 0,53% do capital social da Companhia.

Diante desse cenário, o Diretor assinalou que, “especialmente em situações em que as ações em circulação representam uma parcela ínfima do capital social, ainda mais quando essa concentração decorre de operações societárias legítimas, é fundamental que os interesses das partes envolvidas - nomeadamente, o dos acionistas minoritários remanescentes e o da própria Companhia - sejam devidamente sopesados. Quando as circunstâncias excepcionais que permeiam o caso concreto não justificam a manutenção do registro de companhia aberta e desde que sejam adotados procedimentos que garantam o cumprimento dos requisitos fundamentais para o cancelamento de registro, previstos na Lei nº 6.404/1976 e na Instrução CVM nº 361/2002, não me parece que o interesse da companhia deva sucumbir aos interesses dos acionistas minoritários remanescentes.”

Prossegue Gonzalez assinalando que “quando dois ou mais eventos legítimos que resultam no enxugamento de liquidez se sucedem em um curto espaço de tempo, não vejo razão para não os considerar em conjunto para fins do cômputo do quórum necessário para cancelamento de registro. Entender de forma distinta tende a criar empecilhos significativos para que empresas com um pequeno percentual de ações em circulação e sem interesse de acessar o mercado possam fechar o seu capital, com base no pressuposto - a meu ver, artificial e indevido - de que a minoria que remanesce após o primeiro

evento de liquidez é autônoma em relação ao free float original.”

Assim, considerando as características do caso concreto e os termos propostos no aditamento da consulta, que estabeleceu tratamento equitativo entre as bases de acionistas que se pretende aglutinar, Gonzalez votou pelo deferimento do procedimento diferenciado pleiteado pelo Consulente, de modo a que o quórum necessário para o cancelamento de registro da Elekeiroz considere, também, as ações detidas por acionistas que venham a exercer o direito de recesso em razão da aprovação, pela AGE da Companhia, da aquisição da Nexoleum.

O Diretor Gustavo Gonzalez aproveitou o voto para reforçar as razões pelas quais o Colegiado entendeu, em decisão proferida na reunião de 08.08.2018, que o preço ofertado na OPA Unificada deveria atender simultaneamente aos requisitos previstos nos artigos 254-A e 4º da Lei nº 6.404/1976. Para Gonzalez, “[o] argumento de que os requisitos de preço de cada uma das modalidades de OPA que se pretende aglutinar podem ser satisfeitos por uma alternativa de preço distinta baseia-se em uma premissa equivocada: a de que a OPA Unificada consistiria em um procedimento em que duas ou mais ofertas correm em paralelo. A dicção da regra é clara e indica que se trata de uma única oferta, que visa a mais de uma das finalidades previstas naquela Instrução”.

Especificamente com relação a esse ponto, não obstante a análise do pedido de reconsideração apresentado no âmbito dos Processos SEI nº 19957.007244/2018-80, 19957.007245/2018-24, 19957.007246/2018-79 e 19957.008104/2018-29 ter restado prejudicada, o Diretor Carlos Rebello aproveitou a oportunidade para registrar formalmente o seu entendimento, já antecipado na reunião de 25.09.2018, a respeito da posição adotada pelo Colegiado, em 08.08.2018, por ocasião da análise do pedido de adiamento da assembleia especial da Elekeiroz S.A., convocada no âmbito da OPA Unificada para deliberar sobre a realização de nova avaliação do valor das ações de sua emissão, nos termos do art. 4º-A da Lei nº 6.404/76.

Em sua manifestação de voto, o Diretor afastou os precedentes que teriam norteado a decisão anterior do Colegiado e ressaltou que, a seu ver, a exigência de um “Valor Mínimo Garantido”, a ser assegurado pelo ofertante nos casos de OPA unificada por alienação de controle e cancelamento de registro em que o preço ajustado na alienação de controle esteja sujeito a ajustes futuros incertos, refletiria posicionamento recente da área técnica da CVM, contrastando, inclusive, com decisões mais antigas do Colegiado.

Em seguida, Carlos Rebello destacou que tal exigência também não se coadunaria com o objetivo simplificador da previsão do art. 34, §2º da Instrução CVM nº 361/02, que autorizaria a unificação dos procedimentos de ofertas voltadas a finalidades distintas.

Na visão do Diretor, se, por um lado, a unificação dos procedimentos de OPA não pode colocar os destinatários da oferta em situação desfavorável em relação àquela que lhes seria assegurada caso fossem conduzidos procedimentos apartados, por outro, não se poderia exigir do Ofertante o cumprimento de requisitos outros que não aqueles previstos na regulamentação nem tampouco estender a tutela assegurada aos destinatários da oferta para além daquela indicada na norma legal que previu a realização de cada modalidade de OPA.

Em relação ao procedimento diferenciado em OPA Unificada proposto pelo Consulente, na sua versão aditada, o Diretor Carlos Rebello acompanhou as conclusões do voto do Diretor Gustavo Gonzalez.

Por fim, o Diretor Gustavo Gonzalez ressaltou que diante das substanciais alterações nas condições da oferta propostas pelo Consulente, o prazo para que os titulares de ações em circulação de emissão da Elekeiroz solicitem uma segunda avaliação da companhia para fins de apuração do valor justo somente deve passar a fluir a partir da data em que for divulgado fato relevante indicando os novos preços da OPA Unificada.

O Colegiado, por unanimidade, acompanhando a manifestação de voto do Diretor Gustavo Gonzalez, deliberou pela autorização do procedimento diferenciado proposto pelo Consulente, ressaltando que, em razão dessa decisão, perderão objeto os recursos interpostos nos Processos SEI nºs 19957.007244/2018-80, 19957.007245/2018-24, 19957.007246/2018-79 e 19957.008104/2018-29, que trataram do adiamento da Assembleia prevista pelo art. 4º-A da Lei nº 6.404/76."

8. A presente Consulta originou-se em decorrência da necessidade de a Ofertante atender às seguintes exigências constantes do Ofício nº 236/2019/CVM/SRE/GER-1 (documento 0804231), enviado em 14/08/2019, abaixo reproduzidas:

"2.3.1. Tendo em vista o prazo decorrido desde a elaboração do Laudo de Avaliação, solicitamos que o mesmo seja atualizado, naquilo que couber, nos termos do inciso II do § 9º do art. 8º da Instrução CVM 361 e do item 34 do Ofício-Circular. Ademais, salientamos que devem ser incluídos os dados mais recentes das fontes utilizadas pelo Laudo de Avaliação;

(...)

2.5.7. Esclarecer se a emissão de debêntures da Companhia, as quais foram subscritas integralmente pelo Avaliador, foi realizada dentro de algum contexto em que se inseriu a negociação quanto à contratação do Laudo de Avaliação, uma vez que a data de emissão de tais debêntures é muito próxima à data de contratação do referido Laudo, esclarecendo, pormenorizadamente, em que medida os termos e condições definidos no âmbito da emissão de debêntures influenciou a remuneração definida pelos serviços de elaboração do Laudo de Avaliação. Ademais, solicitamos encaminhar a escritura de

emissão das referidas debêntures."

9. Em 06/09/2019, em face das exigências supra, a Ofertante apresentou a Consulta, a qual encontra-se transcrita adiante, requerendo ainda suspensão imediata do prazo para cumprimento ao Ofício nº 236/2019/CVM/SRE/GER-1 supra até a manifestação do Colegiado da CVM sobre o tema em tela, suspensão essa que foi concedida por esta área técnica em 09/09/2019, por meio do Ofício nº 291/2019/CVM/SRE/GER-1 (documento 0835941).

10. A fim de analisar o pleito em questão, apresentaremos na sequência as seguintes seções: "I. Alegações da Consulente", " II. Nossas Considerações e III. Conclusão".

I. Alegações da Consulente

11. De forma a fundamentar seu pleito, a Consulente apresentou as seguintes alegações, com os grifos originais:

"A esse respeito, o Ofertante e a Instituição Intermediária solicitam a V.Sas. confirmação da possibilidade de apresentação, pelo Ofertante, de um novo laudo de avaliação a valor justo, a ser elaborado por um novo avaliador, em atenção à exigência contida no item 2.3.1 do Ofício 236, alternativamente à atualização do laudo de avaliação já anteriormente elaborado pelo Banco ABC S.A. e apresentado junto ao protocolo do pedido de registro da OPA (esta última pedida por essa D. CVM no item 2.3.1 das exigências do Ofício 236), pelas razões e fundamentos apresentados mais detalhadamente abaixo.

Em razão de tal solicitação, e de modo a não prejudicar a capacidade de atendimento tempestivo às exigências do Ofício 236 pelo Ofertante e pela Instituição Intermediária, solicita-se, ainda, à CVM, a suspensão imediata dos prazos para cumprimento das exigências contidas no Ofício 236 (atualmente devido até 13 de setembro de 2019), até a apreciação e manifestação dessa D. CVM sobre a possibilidade do quanto pleiteado no parágrafo acima, devendo tal prazo - ou o prazo adicional que venha a ser necessário conforme item 5 abaixo - voltar a correr, após o recebimento da manifestação da CVM a esta Consulta.

*Tal pedido extraordinário se faz necessário porque, em atenção à exigência formulada pela CVM para atualização do laudo de avaliação independente elaborado pelo Banco ABC S.A. e originalmente apresentado pelo Ofertante quando do protocolo do pedido de registro da OPA (item 2.3.1 do Ofício 236), o Ofertante recebeu indicação de tal avaliador de que tal trabalho teria um custo que superou o custo de elaboração de um novo laudo de avaliação independente por um novo avaliador (qual seja a KPMG), conforme evidências de cotação de preços anexas a esta carta como **Anexo I**.*

A KPMG, empresa de reputação e experiente no tema, indicou que estima a conclusão da elaboração e entrega de referido novo laudo de avaliação independente levaria cerca de 3-4 semanas, prazo que excederia a data final ora estabelecida para entrega das respostas às exigências da CVM (qual seja, 13

de setembro de 2019). Como as informações de referido novo laudo impactariam a minuta do edital da OPA e os demais documentos do processo, haveria ainda que se considerar alguns dias adicionais para atualização da minuta do edital. A ofertante entende que um total de cerca de 45 dias deveria ser suficiente para completar esta frente do trabalho e, se, como espera, respondida favoravelmente esta Consulta, solicita a prorrogação do prazo do Ofício 236 em tal extensão.

Nesse sentido, tanto pela razão financeira (custo mais baixo), quanto por entender que tal prorrogação de prazo não trará prejuízos à CVM, ao processo da OPA, à Companhia ou aos seus demais acionistas, e, especialmente, por entender que a elaboração e apresentação de um novo laudo de avaliação por terceiro avaliador tende a minimizar atrasos mais substanciais no processo da OPA ou discussões quanto ao laudo de avaliação elaborado pelo Banco ABC S.A., o Ofertante prefere a contratação desse segundo avaliador para a elaboração de um novo laudo de avaliação, ao invés da atualização do laudo de avaliação original pelo Banco ABC S.A.

Note-se que essa decisão não implica receio ou qualquer reconhecimento pelo Ofertante sobre vícios no laudo de avaliação original ou no relacionamento do seu elaborador com o Ofertante ou com a Companhia. A propósito, o Ofertante endereçará, junto com as respostas às exigências da CVM no Ofício 236, todos os esclarecimentos solicitados pela CVM sobre o laudo de avaliação original (subitem 2.3) – os quais, diga-se de passagem, já deverão ser levados em conta pelo novo avaliador na confecção do novo laudo, conforme aplicável – e sobre a independência do Banco ABC S.A. e a ausência de conexão ou influência entre o papel do Banco ABC S.A. no contexto das debêntures da Companhia, de um lado, e no laudo de avaliação, de outro lado (item 2.5.7). Esclarecemos, desde logo, que não há qualquer relação ou influência nesse sentido, e apresentaremos detalhamento sobre isso tempestivamente em nossa resposta às exigências.

Registre-se, desde logo, também, que, quando da entrega de referido novo laudo e da sua apresentação pelo Ofertante à CVM, o Ofertante fará com que a Companhia divulgue, na mesma data, fato relevante dando conta da existência de tal novo laudo e abrindo novamente o prazo para que os acionistas da Companhia possam solicitar a convocação de assembleia especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para fins do art. 4º, §4º, e art. 4º-A da Lei das S.A. Ou seja, tampouco é intenção do Ofertante, por meio de um novo laudo, prevenir o exercício legal pelos minoritários de requerer um outro laudo.

Finalmente, de nossa parte esse pleito é feito por entenderem o Ofertante e a Instituição Intermediária que tal alternativa deveria ser possível e não é, de forma alguma, vedada pela legislação aplicável, seja pela Lei das S.A., seja pelo art. 8º, §9º, inciso II, seja por outro artigo (inclusive o Anexo III) da Instrução CVM 361/2002. Não havendo, a nosso ver, qualquer restrição,

entendemos que a adoção de um novo laudo deveria ser permitida, sob pena de uma restrição de direitos incompatível com a Constituição Federal (art. 5º) e com o próprio espírito da Lei 9784/1999 (art. 2º e parágrafo único).

Em particular, entendemos que a melhor exegese (literal, finalística e sistemática) do art. 8º, §9º, inciso II da Instrução CVM 361/2002, ao estabelecer que **“a CVM poderá exigir”** que o ofertante em uma OPA solicite ao avaliador que atualize o valor da companhia objeto que consta do laudo de avaliação, é a de que tal dispositivo:

(i) visa essencialmente a **permitir à CVM exigir** e garantir a **atualização** do valor justo indicado na oferta e **não**, necessária ou **impreterivelmente, a realização de tal atualização pelo mesmo avaliador** (desde que, claro, o novo laudo atenda aos requisitos legais bem como as exigências ainda aplicáveis da CVM em seu Ofício 236);

(ii) no limite, **impede que a CVM exija um novo avaliador** para conduzir tal atualização; mas

(iii) **de modo algum impede que o Ofertante, voluntariamente, apresente a atualização por meio de outro avaliador.**

Tal art. 8º, §9º, inciso II da Instrução CVM 361/2002, acreditamos, dá poderes, com limitações, à CVM propriamente dita para requerer a atualização do laudo, mas tal ditame não deve ser entendido, sem expressa previsão legal ou regulamentar, como uma restrição ao Ofertante sobre a forma de cumprimento da exigência de atualização do laudo (o real objetivo normativo), isto é, seja por meio do mesmo ou de outro avaliador. Tanto mais assim (ainda que tais aspectos deveriam ser indiferentes pela interpretação que temos da norma)^[1] num caso em que os valores de contratação (mera atualização vs. laudo novo atualizado) são díspares (demonstrando possível desinteresse do avaliador original em seguir o trabalho, ou sobrecarga de trabalho, ou qualquer razão comercial alheia a esta discussão) e em que há questionamento (ainda que impróprio aos olhos do Ofertante Companhia e Banco ABC) sobre a imparcialidade do laudo original que, se seguir, pode causar ainda mais delongas à conclusão da oferta, em detrimento dos minoritários.

Além disso, ainda que haja a possibilidade de que um segundo avaliador eventualmente utilize critérios diferentes daqueles utilizados pelo primeiro, fato é que a própria legislação aplicável (vide art. 4º e 4º-A da Lei das S.A.) já prevê a possibilidade de existência de um segundo laudo, elaborado por um segundo avaliador, utilizando ou não os mesmos critérios e premissas do primeiro, em um mesmo processo de oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta. Neste pleito, reiteramos, não se pretende privar os acionistas minoritários da Companhia de tal direito legal, e sim, pelas razões indicadas acima, reduzir as chances de que tais acionistas ou mesmo a CVM de ofício engajem em discussões ou questionamentos do

laudo original (notadamente sobre o tema do conflito, ainda que Ofertante, Banco ABC e Companhia estejam muito confortáveis), quando há disposição do Ofertante de superar qualquer discussão e viabilizar com máxima brevidade a realização da Oferta (nesse mesmo sentido, vide o fato de que, já hoje, com base no laudo original, o Ofertante se propôs a ofertar aos acionistas na OPA uma alternativa de preço equivalente a quase quatro vezes o piso da faixa de valor justo prevista no laudo original).

Ademais, e sem que se queira traçar qualquer paralelo ou reconhecer igualdade desta OPA ou das razões ora propostas para o pleito objeto desta carta com os fatos específicos contidos em tais casos, notamos que em pelo menos duas situações passadas ocorreram OPAs para cancelamento de registro de companhia aberta nas quais, por um ou outro motivo, existiram (i) a apresentação, pelo próprio ofertante, de dois laudos de avaliação a valor justo elaborados por avaliadores distintos[2]; ou (ii) a referência, no edital da oferta, à existência de dois laudos de avaliação elaborados por avaliadores distintos e de alguma maneira levados em consideração na oferta[3]. Em nossa visão, a existência de tais casos, devidamente ressalvadas as distinções de fato em relação à OPA da Elekeiroz, também contribuem para uma manifestação favorável dessa D. CVM a esta Consulta: se é verdade que a Instrução 361/2002 não prevê expressamente a possibilidade de um novo laudo para fins da atualização, tampouco prevê expressamente a possibilidade de apresentação de mais de um laudo de antemão- em ambos os casos, contudo, deve o regulador permitir o atendimento 'a maior' da regra pelo regulado, por ausência de impedimento legal, por aderência aos princípios constitucionais e administrativos e por cumprimento estrito da finalidade da norma em questão[4]."

[1] Não é o caso aqui, mas em tese é possível que haja situações em que um avaliador simplesmente se negue a atender exigências da CVM por delas discordar, de sorte que não se pode, no limite, impor o ônus ao ofertante de virar refém de um avaliador para concluir sua oferta. Tanto isso não faz sentido que, a nosso ver, nada da Lei ou na Instrução 361/2002 expressamente impede a substituição de um avaliador (seja ao tempo da atualização, como aqui tratado, seja, por hipótese, caso um avaliador discorde e não aceite atender eventuais exigências da CVM).

[2] OPA da Bahia Sul Celulose S.A., por parte da Suzano Papel e Celulose S.A., Processo CVM RJ-2002-10759.

[3] OPA da Copesul - Companhia Petroquímica do Sul, Processo CVM RJ-2007-3623.

[4] Ainda que, nessas situações, haja a necessidade de análise pela CVM de mais de um laudo, isso não deveria ser um ônus

regulatório, ou fator preponderante, capaz de impedir sua adoção.

II. Nossas Considerações

12. Primeiramente, cabe mencionar que o laudo de avaliação é documento exigido em OPA para cancelamento de registro, nos termos do § 4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 ("LSA") em conjunto com o art. 8º da Instrução CVM 361, que trata também, em seu § 9º, da possibilidade de atualização do referido documento, nos seguintes termos:

LSA:

*"Art. 4º, § 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, **por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia**, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A." (grifo nosso)*

Instrução CVM 361:

*"Art. 8º Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, **será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto**, exceto no caso de OPA por alienação de controle."*

(...)

§9º A CVM poderá exigir, dentro do prazo previsto no §2º do art. 9º, que o ofertante:

I - informe se o valor da companhia objeto sofreu alterações significativas após a data da avaliação; e

*II - em caso afirmativo, **solicite ao avaliador que atualize o valor da companhia objeto que consta do laudo de avaliação**." (grifo nosso)*

13. Como a redação do inciso II do § 9º do art. 8º da Instrução CVM 361 prevê que o avaliador deve atualizar "*o valor da companhia objeto que consta do laudo de avaliação*", parece-nos que a contratação de um novo avaliador para cumprir com a obrigação supra extrapola o dispositivo normativo em questão.

14. A princípio, entendemos que a contratação de um novo avaliador com vistas a suprir a necessidade de se atualizar o laudo de avaliação originalmente apresentado no âmbito de uma OPA, ainda que tal avaliador cumpra com todos os requisitos previstos pela regulamentação aplicável e seja preservada a

possibilidade de nova avaliação, nos termos do art. 4º-A da LSA, resultaria não em uma atualização de fato do referido documento, mas sim em uma avaliação inteiramente nova, baseada possivelmente em outra visão sobre o valor da companhia, pois permitiria que um novo avaliador adotasse diferentes metodologias em relação ao laudo original.

15. Obviamente que uma atualização de laudo de avaliação, ainda que realizada pelo avaliador original, poderia, em tese, resultar em alteração de metodologia de apuração do valor justo das ações de emissão da companhia, porém somente na ocorrência de fatos que tenham alterado substancialmente sua realidade fática, justificando o melhor emprego, no caso concreto, de metodologia diferente da originalmente adotada.

16. Ressalta-se ainda que a possibilidade de contratação de um novo avaliador pelo ofertante de OPA, para atualizar laudo de avaliação originalmente elaborado em seu âmbito, carrega consigo o risco de o ofertante fazê-lo quando entender que a metodologia adotada pelo primeiro avaliador, se atualizada, resultaria em preço contrário ao seu interesse. Esse risco estaria presente principalmente em ofertas que exigem maior prazo de análise, o que ocorre em geral quando envolvem discussões complexas e consultas realizadas em seu âmbito, como se deu no presente caso. Cabe mencionar que no presente caso a parcela à vista da Opção I de preço foi majorada para observar o limite inferior da faixa de preços apurados por meio do Laudo de Avaliação, de modo que qualquer atualização do referido documento que resulte em elevação de tal faixa de preços ensejaria a necessidade de nova majoração da parcela à vista da Opção I de preço da OPA.

17. Dessa forma, considerando a redação expressamente contida no inciso II do § 9º do art. 8º da Instrução CVM 361 e o risco acima citado, entendemos que a melhor aplicação do dispositivo normativo em comento seria restringir a atualização do laudo de avaliação apenas àquele que o elaborou originalmente.

18. Não obstante, aplicação diferente poderia ser dada em casos plenamente justificados, analisados como adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361.

19. Nesse sentido, analisando o caso concreto sob a ótica da adoção de procedimento diferenciado, cabe tecer os seguintes comentários.

20. Quanto ao argumento apresentado pela Ofertante de que orçamento dado pelo Avaliador para atualização do Laudo de Avaliação é elevado em comparação a outros orçamentos de instituições que se dispuseram a elaborar um novo laudo de avaliação, entendemos que esse fato não justifica a adoção do procedimento diferenciado em questão, uma vez que, dada a possibilidade expressamente prevista na regulamentação aplicável de a CVM solicitar a atualização do referido documento, caberia à Ofertante, ao contratar o Avaliador, ter previamente negociado essa possibilidade, sem estar exposta a eventuais surpresas nesse sentido.

21. Quanto à exigência 2.5.7 do Ofício nº 236/2019/CVM/SRE/GER-1 (transcrita no parágrafo 8º acima), cujo atendimento poderá eventualmente trazer à tona discussão sobre a independência do Avaliador, por conta de debêntures de emissão da Companhia por ele subscritas no valor de R\$ 110 milhões em data muito próxima à sua contratação para elaboração do Laudo de Avaliação, reconhecemos que, apesar de ainda não termos recebido as informações que solicitamos por meio de tal exigência e, portanto, não termos tido como analisar a questão, havendo de fato a possibilidade de eventual discussão nesse sentido,

poderia o caso, no futuro, após a atualização do Laudo de Avaliação pelo Avaliador, cair na exigência de apresentação de um novo laudo, elaborado por outro avaliador, trazendo, além de custos adicionais à Oferta, morosidade ao procedimento de OPA.

22. Dessa forma, considerando a situação peculiar acima descrita, e que eventual irregularidade apurada na contratação do Avaliador seria sanada justamente com a contratação de um novo avaliador, entendemos que, no presente caso, resta justificada a adoção do procedimento diferenciado em questão, qual seja, a atualização do Laudo de Avaliação, conforme previsto pelo inciso II do § 9º do art. 8º da Instrução CVM 361, por meio da contratação de um novo laudo de avaliação, desde que o novo avaliador e o laudo por ele elaborado observem todos os requisitos previstos na regulamentação aplicável e seja reaberto prazo, a partir da disponibilização ao mercado do novo laudo, para solicitação de convocação de assembleia especial, nos termos do art. 4º-A da LSA, ressaltando que a adoção do referido procedimento em nada prejudica apuração de eventual irregularidade cometida pela Ofertante, Avaliador e/ou Companhia no âmbito da contratação do Laudo de Avaliação original.

23. Por fim, no que tange aos precedentes mencionados na Consulta, cabe esclarecer que os mesmos trataram da possibilidade de uma OPA contar com mais de um laudo de avaliação para efeitos informacionais, sem que o laudo originalmente confeccionado para a OPA deixasse de balizar seu preço, enquanto outro laudo passasse a fazer esse papel, como ocorre no presente caso e é o cerne da discussão que se coloca, de modo que entendemos desnecessário tecer maiores comentários sobre tais precedentes.

III. Conclusão

24. Por todo o acima exposto, propomos que o presente caso seja encaminhado ao SGE, a fim de que o pleito em tela seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando nosso entendimento de que:

(i) o atendimento ordinário à regra constante do § 9º do art. 8º da Instrução CVM 361 se dá pela atualização do laudo de avaliação realizada pelo avaliador originalmente contratado para elaborar o referido documento; e

(ii) dadas as peculiaridades do caso concreto, conforme mencionadas nos parágrafos 20 a 22 acima, não vemos óbice à contratação pelo Ofertante de novo avaliador para elaborar um laudo de avaliação atualizado em atendimento ao inciso II do §9º do art. 8º da Instrução CVM 361, desde que o novo avaliador e o laudo por ele elaborado observem todos os requisitos previstos na regulamentação aplicável e seja reaberto prazo, a partir da disponibilização ao mercado do novo laudo, para solicitação de convocação de assembleia especial, nos termos do art. 4º-A da LSA, ressaltando que a adoção do referido procedimento em nada prejudica apuração de eventual irregularidade cometida pela Ofertante, Avaliador e/ou Companhia no âmbito da contratação do Laudo de Avaliação original.

Atenciosamente,

DIOGO LUÍS GARCIA
Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO
Gerente de Registros-1

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

LUIS MIGUEL R. SONO
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 17/10/2019, às 11:36, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Diogo Luis Garcia, Analista**, em 17/10/2019, às 11:37, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro**, em 17/10/2019, às 11:39, 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 **0861633** e o código CRC **5C9423BF**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0861633** and the "Código CRC" **5C9423BF**.*