



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Ofício Interno nº 95/2023/CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 19 de setembro de 2023.

Assunto: Assunto: **Recurso contra decisão da SRE - OPA por aumento de participação de Eucatex S.A. - Indústria e Comércio - Processo CVM nº 19957.004081/2023-41**

Senhor Superintendente,

I. Introdução

1. Trata-se de interposição de recurso contra entendimento desta área técnica ("Recurso", doc. 1858216), elaborado por Brascorp Participações Ltda. ("Recorrente" ou "Ofertante"), no âmbito da oferta pública de aquisição de ações ("OPA" ou "Oferta") por aumento de participação de Eucatex S.A. - Indústria e Comércio ("Companhia" ou "Eucatex"), a ser realizada pela Recorrente, cujo pedido de registro se encontra em análise nesta área técnica.
2. Conforme será visto com maiores detalhes ao longo do presente documento, a análise do pedido de registro da OPA se encontra suspensa por conta do processo de elaboração de nova avaliação, nos termos do art. 4º-A da Lei nº 6.404/76 ("LSA") [1] e do art. 28 da Resolução CVM nº 85/22 ("Resolução CVM 85") [2], sendo que o tema objeto do Recurso está relacionado exatamente a esse processo, no âmbito do qual o Recorrente alegou que o requerimento de convocação de assembleia especial apresentado por acionistas detentores de ações em circulação não estaria "acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado", nos termos do § 1º do art. 4º-A da LSA, alegação da qual esta área técnica discordou, ensejando, dessa forma, a apresentação do Recurso.
3. Ademais, ressalte-se que o Recurso foi tempestivo, encaminhado à CVM dentro dos 15 dias úteis previstos pelo art. 2º da Resolução CVM nº 46/21, contados após esta área técnica ter externado seu entendimento a respeito do tema em questão.
4. Nas próximas seções do presente documento, apresentaremos as "Características da OPA", o "Histórico do Processo", a "Manifestação da Recorrente" e as "Nossas Considerações".

II. Características da OPA

5. A OPA tem como ofertante a Brascorp Participações Ltda., inscrita no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica do Ministério da Economia ("CNPJ") sob o nº 01.606.471/0001-00, e como instituição intermediária o BTG Pactual Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
6. Segundo as informações constantes da última versão do Edital da OPA protocolada na CVM (doc. 1783777), são objeto da Oferta 594.235 ações ordinárias de emissão da Companhia, que representam a totalidade das ações ordinárias em circulação.
7. O histórico e a razão para o lançamento dessa OPA por aumento de participação encontram-se descritos nos itens 1.2 e 2.1. do Edital, abaixo reproduzidos:

"1.2 Histórico. Conforme fato relevante divulgado pela Companhia em 24 de janeiro de 2023 ("Fato Relevante 24.01.2023"), naquela data, a Eucatex, assinou o "Termo de Autocomposição" junto ao Ministério Público do Estado de São Paulo ("MPSP"), ao Município de São Paulo ("Município"), ao Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual") e a outros ("Termo de Autocomposição"). De acordo com o Termo de Autocomposição, o MPSP e o Município concordaram em: (i) excluir a Companhia do polo passivo (i.a) da ação civil pública n. 0027569-02.2009.8.26.0053 ("ACP"), em curso perante a 4ª Vara da Fazenda Pública de São Paulo; e (i.b) da ação cautelar inominada nº 0011190-44.2013.8.26.0053 ("Ação Cautelar"), em curso perante a 4ª Vara da Fazenda Pública de São Paulo; bem como em (ii) extinguir todas as medidas constritivas e restritivas impostas à Eucatex no âmbito e em decorrência de tais processos, inclusive de indisponibilidade de bens; e (iii) não ajuizar nem apoiar novas demandas em face da Companhia por fatos conexos à ACP ou à Ação Cautelar. Em contrapartida, a Companhia comprometeu-se a pagar ao Município o valor de US\$ 7.238.095,00 (sete milhões, duzentos e trinta e oito mil e noventa e cinco dólares norte-

americanos), convertidos em moeda corrente nacional com base na taxa de câmbio vigente na data do efetivo depósito judicial. O Termo de Autocomposição fora protocolado perante a 4ª Vara da Fazenda Pública da Capital e passou a gerar efeitos a partir do trânsito em julgado da sentença homologatória, ocorrido em 17 de abril de 2023. Conforme acordado no Termo de Autocomposição, o BTG Pactual adquiriu as ações da Companhia (anteriormente bloqueadas no âmbito da ACP e da Ação Cautelar) detidas por Kildare Realisations Limited e Macdoel Realisations Limited ("Fundos Estrangeiros"), acionistas minoritários da Companhia e que já se encontravam em processo de liquidação judicial nas Ilhas Virgens Britânicas desde 2017. Em 18 de abril de 2023, os Acionistas Controladores adquiriram 12.493.483 (doze milhões, quatrocentas e noventa e três mil, quatrocentas e oitenta e três) ações ordinárias e 4.906.516 (quatro milhões, novecentas e seis mil, quinhentas e dezesseis) ações preferenciais emitidas pela Companhia então detidas pelo BTG Pactual (que por sua vez havia adquirido dos Fundos Estrangeiros). Tendo em vista o aumento de participação do grupo de controle na Companhia, em cumprimento ao disposto no § 6.º do artigo 4.º da Lei das S.A. e no art. 30 da RCVM 85/2022, em 18 de maio de 2023 a Ofertante, acionista integrante do grupo de controle da Companhia, apresentou à CVM o requerimento de registro desta Oferta, acompanhado da documentação exigida pela RCVM 85/2022, assim como submeteu a documentação da Oferta à análise da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão ("B3"). Ainda, em 2 de maio de 2023 a Companhia recebeu e disponibilizou o laudo de avaliação das ações ordinárias de emissão da Companhia ("Laudo de Avaliação") elaborado pelo Avaliador (conforme definido no item 7.1 abaixo) contratado pela Ofertante.

(...)

2 RAZÕES PARA A REALIZAÇÃO DA OFERTA

2.1 Aumento de Participação. A realização de OPA por Aumento de Participação pela Ofertante é decorrência da aquisição das ações pelos Acionistas Controladores nos termos descritos no item 1.2 acima, que culminou no aumento de participação acionária dos Acionistas Controladores, caracterizando a hipótese de incidência desta modalidade obrigatória de oferta, nos termos do art. 4.º, § 6.º, da Lei das S.A. e do art. 30 da RCVM 85/2022."

8. Inicialmente, a OPA seria lançada com o preço de R\$ 12,00 por ação ordinária, acima do valor apurado em Laudo de Avaliação elaborado pela UHY Bendoraytes & Cia Auditores Independentes ("Avaliador Original") de R\$ 10,78, com base na metodologia do fluxo de caixa descontado, julgada mais adequada pelo Avaliador Original para a determinação do preço justo das ações da Companhia.

9. O item 7 do Edital apresenta as seguintes informações sobre o Laudo de Avaliação elaborado pelo Avaliador Original (que se encontra no presente Processo anexo ao doc. 1783777):

"7 LAUDO DE AVALIAÇÃO

7.1 Avaliação. A Ofertante contratou a UHY Bendoraytes & Cia Auditores Independentes, inscrita no CNPJ sob o n.º 42.170.852/0001-77, com sede na Cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro, na Avenida João Cabral de Mello Neto, 850, bloco 3, sala 1301 a 1305, CEP 22.775-057 ("Avaliador"), para elaborar o Laudo de Avaliação, de acordo com as disposições do artigo 4º, §4º, da Lei das S.A., do artigo 9º da RCVM 85/2022, e do Anexo C da RCVM 85/2022.

7.2 Metodologias utilizadas. O Laudo de Avaliação, datado de 2 de maio de 2023, foi elaborado considerando, dentre outras informações: (i) a análise das demonstrações financeiras auditadas da Companhia na data-base da avaliação (31 de dezembro de 2022) ("Data Base"); (ii) balancetes da Companhia e de suas investidas na data-base da avaliação; (iii) a cotação histórica das ações de emissão da Companhia; (iv) informações sobre, e a avaliação de, imóveis, terrenos e propriedades para investimentos detidos pela Companhia e suas investidas; (v) informações públicas da Companhia e de suas investidas; (vi) documentação gerencial dos principais saldos contábeis da Companhia; e (vii) notas de corretagem de transações realizadas pela Ofertante referentes à aquisição de ações de emissão da Companhia.

O Laudo de Avaliação, após exame dos critérios e metodologias previstos no Anexo C da RCVM 85/2022, calcula o valor das ações da Companhia à luz dos seguintes critérios e metodologias: (i) valor do patrimônio líquido por ação da Companhia, com base nas demonstrações financeiras na Data Base;

(ii) preço médio ponderado da ação da Companhia na bolsa de valores, nos últimos 12 (doze) meses anteriores ao Laudo de Avaliação; e

(iii) valor econômico baseado na metodologia de fluxo de caixa descontado para a firma ("FCFF").

7.3 Sumário das avaliações. O quadro abaixo apresenta os valores por ação determinados no Laudo de Avaliação em conformidade com cada critério e metodologia de avaliação adotados:

--

Metodologia	Critérios	Valor por Ação (R\$)
Fluxo de Caixa Descontado para a Firma FCFF	Projeção dos resultados operacionais da Companhia e dos fluxos de caixa que estarão disponíveis para seus provedores de capital (detentores de dívida e acionistas), calculados à valor presente descontado pelo custo médio ponderado de capital.	Ponto médio de R\$ 10,78 por ação, sem distinção entre classes.
Preço Médio Ponderado das Ações	Preço médio ponderado por volume de negociação das ações de Emissão da Companhia, considerando os 12 meses imediatamente anteriores à Data Base.	R\$ 11,21 por Ação Ordinária (EUCA3)
Valor Patrimonial Contábil	Análise do patrimônio líquido contábil da Companhia dividido pelo número de ações	R\$ 21,73 por ação, sem distinção entre classes.

7.4 Resultado da avaliação. Na opinião do Avaliador, a metodologia de fluxo de caixa descontado baseado nas expectativas da administração sobre os ganhos futuros, é a mais adequada para a determinação do preço justo das ações da Companhia. Com base nessa metodologia, o Avaliador determinou o preço justo por ação da Companhia no montante entre R\$ 10,26 (dez reais e vinte e seis centavos) e R\$ 11,29 (onze reais e vinte e nove centavos)."

10. Cumpre mencionar que o Laudo de Avaliação elaborado pelo Avaliador Original não foi, ainda, objeto de análise por parte desta área técnica, uma vez que o pleito de convocação de assembleia especial de detentores de ações em circulação para deliberar sobre a realização de nova avaliação suspendeu o curso da análise do pedido de registro da OPA, nos termos do inciso I do art. 28 da Resolução CVM 85.

11. A Meden Consultoria Empresarial Ltda. ("Meden") foi escolhida como avaliadora da nova avaliação da Companhia na assembleia especial realizada em 30/06/2023, nos termos do art. 4º-A da LSA, tendo entregue o novo laudo em 13/09/2023, por meio do qual foi apurado o valor justo das ações de emissão da Companhia no intervalo entre R\$ 12,75 e R\$ 14,01, com ponto médio no valor de R\$ 13,38, utilizando-se da metodologia do fluxo de caixa descontado, julgada mais adequada pelo novo avaliador.

12. Em 18/09/2023, a Companhia divulgou Fato Relevante informando que a Ofertante manifestou seu interesse em seguir com a OPA, majorando seu preço para R\$ 13,38.

III. Histórico do Processo

13. De forma a contextualizar o caso ora em análise, apresentaremos abaixo os fatos que entendemos mais relevantes do histórico do processo da OPA.

14. Em 18/05/2023, foi protocolado na CVM o pedido de registro da OPA (doc.1783776).

15. Em 01/06/2023, a Argucia Capital Gestão de Recursos Ltda. ("Argucia"), em nome de determinados Fundos de Investimento por ela geridos ("Fundos Argucia"), acionistas titulares de mais de 10% das ações ordinárias de emissão da Companhia em circulação enviou carta à Eucatex (doc. 1795204) requerendo aos seus administradores que convocassem a assembleia especial prevista no art. 4º-A da LSA. Nesse requerimento, Argucia apresentou os seguintes elementos de convicção, que, em seu entendimento, demonstram falha ou imprecisão no Laudo de Avaliação elaborado pelo Avaliador Original:

" 1. Taxa de crescimento e necessidade de capital de giro na perpetuidade

O Laudo utiliza um crescimento real de 0,0% a.a. na perpetuidade, que parece inconsistente com o histórico da companhia, sua posição competitiva no mercado, com o setor em que atua e com o crescimento real de PIB esperado pelo mercado. A premissa de crescimento real de 0,0% a.a. na perpetuidade subestima de forma relevante o valor da companhia.

Não obstante, a necessidade de capital de giro utilizada para cálculo do fluxo de caixa na perpetuidade utilizada no Laudo é inconsistente com a premissa de crescimento real 0%. O crescimento do capital de giro só faz sentido teórico se fosse supor um crescimento da companhia na perpetuidade. A necessidade de capital de giro utilizada para cálculo do fluxo de caixa na perpetuidade utilizada, combinada com crescimento de 0% na perpetuidade é inconsistente com a teoria e subestima de forma relevante o valor da companhia.

2. Custo do Capital Próprio (Ke)

A taxa de desconto nominal e real do capital próprio utilizada foi de 13,17% e 17,70%

respectivamente. Observamos que esta estimativa utilizou um prêmio de risco específico (small size) de 3,67%. A utilização de prêmio de risco por tamanho não é corroborada por nenhum estudo acadêmico no mercado brasileiro ou em mercados emergentes e sua utilização, sem comprovação teórica para o mercado brasileiro, subestima de forma relevante o valor da companhia.

3. As metodologias de avaliação apresentadas no Laudo foram: Média ponderada de cotações de EUCA3, Patrimônio Líquido e Valor Econômico, sendo escolhido o Valor Econômico para determinação do valor justo da companhia.

O Avaliador não considerou a utilização do valor patrimonial como avaliação do valor justo da empresa, o valor do patrimônio líquido é 109% superior ao do valor presente do fluxo de caixa encontrado pelo laudo. Analisando o Balanço da companhia, não encontramos nenhum ativo intangível ou contingente que justificasse a redução do valor da companhia. Para fins de exemplificação, somente o Ativo imobilizado (Ativo biológico + Ativo imobilizado em operação) tem valor de R\$ 2.130 milhões que subtraído da dívida líquida de R\$ 515 milhões, representa valor 60% superior ao valor encontrado no laudo. Por qualquer ótica que se apure, por mais conservadora que seja, o valor apurado no laudo subestima de forma relevante o valor justo da companhia."

16. Em 06/06/2023, enviamos o Ofício nº 168/2023/CVM/SRE/GER-1 (doc. 1797901) à Recorrente, nos seguintes termos:

"(...) considerando o pedido de convocação de assembleia especial supra, comunicamos a suspensão do curso do processo de registro da Oferta desde 01/06/2023, nos termos do disposto no inciso I do art. 28 da Resolução CVM 85, até que nos seja demonstrada uma das possibilidades elencadas nos incisos II a IV do referido artigo."

17. Em 13/06/2023, anteriormente à realização da assembleia especial em questão, que se daria em 30/06/2023, a Ofertante encaminhou expediente à CVM (docs. 1803831 e 1803832), com cópia para a Companhia, alegando resumidamente que o pleito de convocação de assembleia especial realizado pelos Fundos Argucia seria improcedente, bem como apresentando fundamentação técnica elaborada pelo Avaliador Original a fim de rebater cada um dos pontos levantados pelos referidos acionistas minoritários.

18. Em 06/07/2023, a Ofertante protocolou na CVM reclamação ("Reclamação", doc. 1822117), abaixo transcrita, a respeito da escolha de Meden, como avaliadora da nova avaliação da Companhia na assembleia especial realizada em 30/06/2023, nos termos do art. 4º-A da LSA.

"Em razão da Assembleia Especial dos acionistas titulares de ações ordinárias em circulação, realizada no dia 30 de junho de 2023 às 10:00 horas ("Assembleia Especial"), servimo-nos da presente para apresentar as razões de fato e de direito pelas quais:

(i) a Assembleia Especial foi irregularmente convocada e instalada;

(ii) as deliberações havidas na Assembleia Especial são ilegais e merecem ser anuladas em razão da ausência de competência técnica e fundado receio ético com relação à nova avaliadora escolhida; e

(iii) os Fundos Argúcia agem de maneira ardilosa, com abuso de seu direito de minoria, para artificialmente imputar maior valor às ações ordinárias da Eucatex S.A. - Indústria e Comércio ("Companhia").

A. IRREGULARIDADE DA ASSEMBLEIA ESPECIAL

1. Referimo-nos ao pedido formulado por Argucia Income FIA BDR Nível I, Argucia Quark Fundo de Investimento Multimercado e Argucia Endowment Fundo de Inv. Multimercado ("Fundos Argucia"), acionistas representando mais de 10% das ações ordinárias da Companhia em circulação no mercado, em que solicitaram a convocação de Assembleia Especial dos acionistas titulares de ações ordinárias em circulação ("Assembleia Especial"), em razão da discordância em relação ao laudo de avaliação ("Laudo de Avaliação") apresentado pela UHY Bendoraytes & Cia Auditores Independentes ("Avaliadora"), a pedido da Brascorp Participações Ltda. ("Ofertante"), no âmbito da oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação ("OPA" ou "Oferta") da Companhia.

2. Em razão dos questionamentos apresentados pelos Fundos Argucia, a Ofertante entrou em contato com a Avaliadora, que prontamente se manifestou pela total improcedência dos argumentos trazidos pelos Fundos Argucia, bem como preparou a fundamentação técnica encaminhada à CVM e publicada pela Companhia, conforme fato relevante datado de 14 de junho de 2023.

3. Ignorando completamente as razões técnicas apresentadas pela Avaliadora, a Assembleia Especial foi realizada no dia 30 de junho de 2023 às 10:00 horas, em total afronta ao disposto no art. 4º-A, § 1º, da Lei no 6.404/76.

4. A lei determina que o pedido de convocação de assembleia especial para deliberar nova avaliação seja "devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado."

5. Em nenhum momento os Fundos Argúcia demonstraram haver falha ou imprecisão no Laudo de Avaliação. Pelo contrário, conforme devidamente demonstrado em manifestação da

Ofertante encaminhada à CVM em 13 de junho de 2023, os quesitos apresentados pelos Fundos Argúcia foram adotados apenas em raros casos.

6. Aqui, cabe lembrar os questionamentos apresentados pelos Fundos Argúcia e as razões pelas quais trata-se de mera insatisfação (injustificada) e não falha ou imprecisão do Laudo de Avaliação:

a. “necessidade de se utilizar uma taxa de crescimento em termos reais para o cálculo do valor da Companhia na perpetuidade”

Desde 2020, foram publicados 13 (treze) laudos de avaliação que lastrearam preços de Ofertas Públicas de Ações e em apenas 3 (três) utilizou-se o critério indicado pelos Fundos Argúcia.

b. “utilização de prêmio de risco por tamanho não é corroborada por nenhum”

Desde 2020, 10 (dez) de 13 (treze) ofertas públicas realizadas incluíram prêmios de risco de tamanho em suas taxas de desconto, conforme adotado pela Avaliadora.

c. “o Avaliador não considerou a utilização do valor patrimonial como avaliação do valor justo da empresa”

Esse é um erro crasso dos Fundos Argúcia, dado que a Avaliadora dedicou uma seção exclusiva para tratar do valor patrimonial das ações (p. 41 e 44 do Laudo de Avaliação).

Os Fundos Argúcia demonstram sua completa ignorância com relação à legislação em vigor, dado que o art. 13, inciso II, do Anexo C da Resolução CVM 85 determina expressamente que o laudo de avaliação deve abordar o valor patrimonial das ações.

Não só isso, na página 8 do Laudo de Avaliação a Avaliadora deixa claro o porquê de o valor patrimonial não ser o melhor critério para avaliar as ações da Companhia: “Esse é um método estático, baseado nos valores contábeis históricos da Companhia, não considerando o valor de mercado dos ativos e passivos da Eucatex, a existência de ativos intangíveis e sua capacidade futura de geração de fluxo de caixa.”

Novamente, a prática observada corrobora os critérios adotados pela Avaliadora.

Em situações semelhantes à da Companhia (ou seja, cujas ações são negociadas a valor inferior ao seu valor patrimonial) houve 3 (três) ofertas públicas de aquisição (Springer S.A., Magnesita Refratários S.A. e Participações Indust. Do Nordeste S.A.), cuja totalidade dos avaliadores escolheram como metodologia o Income Approach – Fluxo de Caixa Descontado, mesmo que os resultados ficassem abaixo do valor patrimonial das ações das empresas referidas.

7. Dadas as fragilidades e inconsistências dos argumentos apresentados pelos Fundos Argúcia para fundamentar o pedido de convocação da Assembleia Especial, cabe citar a emblemática lição de Nelson Eizirik [3]:

“O pedido de revisão do preço da oferta pública apresentado pelos minoritários deve ser devidamente fundamentado. A fim de evitar que o direito de requerer a revisão do preço transforme-se em instrumento de abuso das minorias, o § 1º exige que seja ele acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a existência de falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado.”

B. ILEGALIDADE DAS DELIBERAÇÕES HAVIDAS NA ASSEMBLEIA ESPECIAL

8. Na Assembleia Especial encontrava-se presente e disponível para esclarecimento de dúvidas o Sr. [REDACTED], representante da Avaliadora, e foi oferecido aos acionistas presentes discutir com a Avaliadora, os critérios utilizados no Laudo de Avaliação e esclarecer suas dúvidas em relação ao documento. No entanto os Fundos Argúcia prontamente rejeitaram tal proposta e, juntamente com os Srs. [REDACTED] e [REDACTED], aprovaram a realização de nova avaliação.

9. Com a aprovação de nova avaliação sem qualquer discussão ou aprofundamento de razão técnica, os acionistas presentes passaram a deliberar qual seria a nova avaliadora escolhida, com espantoso resultado.

10. Para fornecer subsídios aos acionistas presentes, a administração da Companhia solicitou proposta de 2 (duas) das empresas de maior renome no mercado: (i) da RSM, no valor de R\$ 115.000,00 (cento e quinze mil reais) e (ii) da Apsis, no valor de R\$ 179.000,00 (cento e setenta e nove mil reais), ambas contendo todas as informações pertinentes referentes à estrutura, ao histórico de atuação e trabalhos desenvolvidos previamente. Após tal apresentação, a Assembleia Especial entrou em um breve recesso, para possibilitar aos presentes analisar as propostas recebidas.

11. A RSM é a 6ª maior firma de auditoria, consultoria e impostos do mundo, segundo o International Accounting Bulletin, com 830 escritórios espalhados por 120 países e mais de 1.200 profissionais somente no Brasil.

12. Por sua vez, a Apsis é uma das maiores consultorias independentes do Brasil, com mais de 500 laudos registrados na CVM, contratada para elaborar laudos de avaliação de algumas das maiores companhias abertas nacionais, tais como Cosan, Neoenergia, Klabin, Localiza, Gol Linhas Aéreas, Ambev e outras.

13. No entanto, a nova avaliadora escolhida por maioria (única deliberação tomada por maioria) foi a Meden Consultoria Empresarial Ltda. ("Meden Consultoria"), cuja indicação fora proposta justamente pelos Fundos Argúcia.

14. Poucas informações encontram-se disponíveis em relação à nova avaliadora. A Meden Consultoria foi fundada há 6 anos e ainda não consta no cadastro geral da CVM (ao contrário da Avaliadora original) e em seu site (www.medenconsultoria.com.br) relaciona em sua equipe apenas 6 (seis) profissionais.

15. Espanta, portanto, que dentre as analisadas na Assembleia Especial a proposta da Meden fora justamente a mais cara (quase 72% superior à proposta da Avaliadora e à da RSM).

16. Qual seria o diferencial técnico, a expertise que justificaria tamanho prêmio sobre o valor cobrado de seus competidores? Difícil saber, especialmente considerando que a Meden Consultoria é a avaliadora com a menor equipe e com menos experiência dentre as avaliadoras indicadas.

17. É especialmente intrigante que uma empresa nova, sem experiência e que apresentou a proposta mais cara seja a escolhida, quando também sobre ela recaem questionamentos éticos.

18. Conforme reportagem publicada pela Folha de São Paulo, em 1º de junho de 1998^[4], o Sr. ██████████, atual CEO da Meden Consultoria, já foi acusado de exercício ilegal da profissão de contador e foi citado como "envolvido no gerenciamento da fraude", já que seria responsável pela alteração de procedimentos para alimentar e manter contas correntes fictícias que inflavam artificialmente as receitas do Banco Nacional.

19. O Sr. ██████████ foi indiciado pelo crime de "inserir elemento falso ou omitir elemento exigido pela legislação, em demonstrativos contábeis de instituição financeira, seguradora ou instituição integrante do sistema de distribuição de títulos de valores mobiliários" (art. 10 da Lei n. 7.492/1986, c/c o art. 71 do Código Penal).

20. Além de todo este histórico conturbado, a Meden Consultoria não satisfaz os requisitos legais para ser escolhida como nova avaliadora.

21. Nos termos do art. 9º, § 1º, da Resolução CVM nº 85, somente podem ser selecionadas para a elaboração de novo laudo:

a. instituição intermediária;

b. sociedade corretora;

c. distribuidora de títulos e valores mobiliários;

d. instituição financeira com carteira de investimento que possua área especializada e devidamente equipada e tiver experiência comprovada; ou

e. empresa especializada com experiência comprovada na avaliação de companhias abertas.

22. Fica claro, portanto, que, ainda que se admita que a convocação da Assembleia Especial é válida (o que já fora demonstrado que não pode ser admitido), a deliberação que aprovou a contratação da Meden Consultoria está eivada de vícios e deve ser anulada.

C. ABUSO DE MINORIA DOS FUNDOS ARGÚCIA

23. Conforme publicamente disponível no site da CVM, em 31 de março de 2023 os Fundos Argúcia eram titulares de, em conjunto, 69.700 (sessenta e nove mil e setecentas) ações ordinárias da Companhia e, após o anúncio da Oferta, passaram a adquirir paulatinamente novas ações ordinárias, chegando à Assembleia Especial com um total de 86.800 (oitenta e seis mil e oitocentas) ações ordinárias.

24. O aumento de sua posição em uma ação com liquidez diária baixa, já com uma oferta pública de aquisição devidamente publicada é uma clara evidência de que o objetivo dos Fundos Argúcia na Companhia não tem qualquer horizonte de longo prazo e visa meramente capturar uma assimetria entre os preços de negociação e o valor da Oferta.

25. Este fato isolado, em princípio, não infringiria nenhuma regra. Porém, quando analisado em conjunto com o direcionamento que os Fundos Argúcia têm envidado para a escolha de uma nova avaliadora com tantos problemas (inclusive de cunho ético), só demonstram o flagrante abuso de minoria perpetrado por eles.

26. De forma bastante resumida, o processo obrigatório de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") por aumento de participação prevê poucos (e insuficientes) mecanismos de freios e contrapesos.

27. Em proteção aos acionistas minoritários, a legislação em vigor determina diversos mecanismos.

28. O primeiro é que o ofertante apresente um laudo de avaliação robusto, com a escolha de avaliador idôneo e observando diversos critérios técnicos. Ou seja, protege-se os minoritários com a exigência de contratação de terceiro imparcial para preparar um documento técnico indicando o preço justo das ações objeto da oferta.

29. O segundo mecanismo é o próprio senso crítico dos acionistas minoritários. Em posse do preço da OPA e da avaliação, os acionistas ofertados podem chegar a sua conclusão se o

preço da OPA é justo (e, portanto, aceitar voluntariamente a OPA) ou se o valor seria abaixo de sua análise (e, assim, rejeitar a oferta).

30. Por fim, a legislação proporciona um terceiro mecanismo de proteção aos titulares das ações em circulação - o mais forte deles, o mais drástico: a possibilidade de contratação de novo avaliador, cujo laudo poderá passar a ser considerado o preço da OPA.

31. Para que o novo pedido de avaliação não seja usado de maneira descomedida, a legislação impõe um único ônus: caso a avaliação seja igual ou inferior ao preço da OPA, os acionistas minoritários que votarem a favor da nova avaliação deverão reembolsar a companhia pelos custos incorridos.

32. É, portanto, um mecanismo bastante frágil, pois a lei não determina nenhuma forma específica de contestação do ofertante ao 2º laudo produzido, nem ao menos a possibilidade de contratação de um terceiro avaliador.

33. O mecanismo de proteção do ofertante recai única e exclusivamente na competência técnica do novo avaliador (critério ao qual a Meden Consultoria não atende, conforme demonstrado acima) e na idoneidade de sua avaliação (que a Meden Consultoria também não atende).

34. Vê-se, portanto, que todos os atos praticados pelos Fundos Argúcia têm o condão de determinar o preço da Oferta como o valor patrimonial das ações, direcionando a contratação de nova avaliação por uma empresa bastante questionável, que lhe asseguraria a certeza de não incorrer em quaisquer ônus e auferiria lucros expressivos às custas da Ofertante.

35. Resta claro que o presente é um caso de flagrante abuso de minoria perpetrado pelos Fundos Argúcia e, ante a gravidade da situação, exige medidas contundentes por parte da CVM.

D. PEDIDOS

36. Em razão do exposto acima, pede-se que a CVM:

a. determine imediatamente a suspensão dos efeitos das deliberações havidas na Assembleia Especial realizada no dia 30 de junho de 2023 às 10:00 horas;

b. negue, com efeitos ex tunc, o pedido formulado pelos Fundos Argúcia para a realização de uma assembleia especial dos acionistas titulares de ações ordinárias nos termos do art. 4º-A, pela ausência de fundamento legal conforme demonstrado acima;

c. anule a Assembleia Especial realizada no dia 30 de junho de 2023 às 10:00 horas;

d. determine a realização da Oferta com base no preço por ação de R\$12,00 (doze reais) conforme inicialmente proposto pela Ofertante;

e. alternativamente, caso entenda que a Assembleia Especial deva ser realizada, determine (e.i) a anulação a Assembleia Especial realizada no dia 30 de junho de 2023 às 10:00 horas; e (e.ii) a realização de nova Assembleia Especial para deliberar a contratação de nova empresa avaliadora em sistema de lista fechada, restrita às 4 (quatro) maiores empresas de auditoria independente no Brasil (Big Four) - KPMG, E&Y, PwC e Deloitte.

Diante de todo o exposto, nos termos da Lei nº 6.404/76 e da regulamentação da CVM, colocamo-nos à disposição para elucidar eventuais dúvidas, se necessário, a fim de colaborar com sugestões que evitem o abuso de minoria perpetrado na Oferta pelos Fundos Argúcia, como ora denunciado."

19. Assim, em 10/07/2023, enviamos o Ofício nº 197/2023/CVM/SRE/GER-1 (doc. 1824340) à Argúcia e à Meden, solicitamos que ambas se manifestassem a respeito da Reclamação.

20. Tendo em vista que alguns dos temas abordados na Reclamação se referiam a assuntos de competência da SEP, em 13/07/2023, enviamos o Ofício Interno nº 64/2023/CVM/SRE/GER-1 (doc. 1827144), solicitando a manifestação daquela área técnica, nos seguintes termos:

"2. A propósito, na Reclamação, a Ofertante apresenta as seguintes alegações:

"(i) a Assembleia Especial foi irregularmente convocada e instalada;

(ii) as deliberações havidas na Assembleia Especial são ilegais e merecem ser anuladas em razão da ausência de competência técnica e fundado receio ético com relação à nova avaliadora escolhida; e

(iii) os Fundos Argúcia agem de maneira ardilosa, com abuso de seu direito de minoria, para artificialmente imputar maior valor às ações ordinárias da Eucatex S.A. - Indústria e Comércio ("Companhia")."

3. E, com base nas alegações acima, a Ofertante pleiteia o seguinte:

"36. Em razão do exposto acima, pede-se que a CVM:

a. determine imediatamente a suspensão dos efeitos das deliberações havidas na Assembleia Especial realizada no dia 30 de junho de 2023 às 10:00 horas;

b. negue, com efeitos ex tunc, o pedido formulado pelos Fundos Argúcia para a realização de uma assembleia especial dos acionistas titulares de ações ordinárias nos termos do art. 4º-A, pela ausência de fundamento legal conforme demonstrado acima;

- c. anule a Assembleia Especial realizada no dia 30 de junho de 2023 às 10:00 horas;
- d. determine a realização da Oferta com base no preço por ação de R\$12,00 (doze reais) conforme inicialmente proposto pela Ofertante;
- e. alternativamente, caso entenda que a Assembleia Especial deva ser realizada, determine (e.i) a anulação a Assembleia Especial realizada no dia 30 de junho de 2023 às 10:00 horas; e (e.ii) a realização de nova Assembleia Especial para deliberar a contratação de nova empresa avaliadora em sistema de lista fechada, restrita às 4 (quatro) maiores empresas de auditoria independente no Brasil (Big Four) – KPMG, E&Y, PwC e Deloitte."

4. Cumpre ressaltar que, a despeito de a Reclamação envolver questões ligadas à realização de Assembleia Geral de Acionistas, entendemos que o mérito das questões colocadas dizem respeito a temas de competência da SRE (i. fundamentação para convocação da Assembleia, no termos do § 1º do art. 4º-A da LSA; e ii. experiência comprovada do novo avaliador, nos termos dos §§ 1º e 2º do art. 9º da Resolução CVM 85).

5. Dessa forma, estamos dando andamento à análise do mérito do pleito em questão, já tendo sido encaminhado à Companhia e ao Reclamado o Ofício nº 197/2023/CVM/SRE/GER-1 (1824340) em 10/07/2023.

6. Nada obstante, encaminhamos o presente Processo à SEP para que se manifeste sobre os seguintes pontos trazidos na Reclamação, relacionados à competência da CVM para (i) suspender efeitos de uma Assembleia Geral de Acionistas já realizada, (ii) anular uma Assembleia Geral de Acionistas já realizada; ou (ii) determinar a realização de uma nova Assembleia Geral de Acionistas."

21. Em 14/07/2023, a SEP encaminhou o Ofício Interno nº 182/2023/CVM/SEP/GEA-3 (doc.1827686), em resposta ao pedido de manifestação encaminhado por esta área técnica, nos seguintes termos:

"1. Refiro-me ao Ofício Interno nº 64/2023/CVM/SRE/GER-1 (1827144), que, no âmbito de reclamação acerca da escolha de avaliador para elaboração de novo laudo de avaliação de Eucatex S.A. - Indústria e Comércio ("Companhia"), em assembleia especial realizada em 30/06/2023, solicitou da SEP os seguintes esclarecimentos: compete à CVM (i) suspender efeitos de uma Assembleia Geral de Acionistas já realizada, (ii) anular uma Assembleia Geral de Acionistas já realizada; ou (ii) determinar a realização de uma nova Assembleia Geral de Acionistas?

2. A respeito, inicialmente informamos que a competência da CVM está delimitada na Lei 6.385/76, notadamente em seu artigo 11, observado o disposto no artigo seguinte, que elenca uma série de ações que serão permitidas à esta autarquia no âmbito de suas competências.

3. Nota-se que não há, em nenhum dos dispositivos citados, normas que permitam à CVM suspender efeitos ou anular uma assembleia geral, bem como determinar a realização de um novo conclave, sendo certa a possibilidade da ocorrência dessas hipóteses se determinadas na esfera judicial.

4. Não obstante, a CVM pode expedir entendimentos que levem as companhias abertas a agirem com o fim de suspender, anular ou realizar nova assembleia, permanecendo possível a esta Comissão a apuração de responsabilidades por meio de Processo Administrativo Sancionador, caso a companhia ou seus administradores ajam em desconformidade com as Leis e Regulamentos que normatizam o mercado de capitais, mais precisamente, neste caso, em relação às normas que regem as assembleias gerais.

5. Frisa-se a possibilidade da CVM agir antes de assembleias, nos termos do art. 124, §5º da Lei 6.404/76, interrompendo ou suspenso o prazo de convocação de assembleias, quando ocorridas as hipóteses previstas nos incisos do mencionado artigo. Nesse caso a suspensão é do prazo de convocação da assembleia e não dos efeitos das deliberações nela tomadas.

6. Em resumo, não é possível à CVM, com base em suas competências legais, realizar quaisquer das 3 ações elencadas no primeiro parágrafo, retro, restando a atividade sancionadora como instrumento possível para atuação em casos que assim o exijam."

22. Ainda em 14/07/2023, Argúcia e Meden protocolaram na CVM suas respectivas respostas à Reclamação (docs. 1828089 e 1828748, respectivamente), nos seguintes termos:

Argúcia

"I. Resumo dos fatos relevantes relacionados à Reclamação e dos aspectos por ela suscitados

Em 18 de maio de 2023, a Eucatex S.A. Indústria e Comércio ("Companhia") divulgou ao mercado Fato Relevante noticiando que o Reclamante, acionista integrante do grupo de controle da Companhia e cujos sócios compõem parcela relevante dos órgãos de governança dela, informou que, naquela data, havia protocolado requerimento de registro de oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação ("Oferta").

Na mesma data, foi divulgado Laudo de Avaliação ("Primeiro Laudo de Avaliação"), elaborado pela UHY Bendoraytes & Cia Auditores Independentes ("Avaliador do Ofertante"), tendo o Laudo de Avaliação apurado o valor de montante para as ações de emissão da Companhia entre R\$ 10,26 (dez reais e vinte e seis centavos) e R\$ 11,29 (onze reais e vinte e nove centavos), com um ponto médio de R\$ 10,78 (dez reais e setenta e oito centavos) por ação,

sem distinção entre classes.

Conforme informações então divulgadas, a Oferta seria realizada pelo preço de R\$ 12,00 (doze reais) por ação.

Após análise criteriosa do Primeiro Laudo de Avaliação e com base nas informações públicas disponíveis, alguns elementos levaram a Argucia a considerar que havia falhas e imprecisões no emprego da metodologia de cálculo e no critério de avaliação adotado pelo Avaliador do Ofertante. Essas falhas e imprecisões serão detalhadas mais a diante.

À luz desse entendimento e cumprindo seu dever fiduciário perante os fundos por ela geridos ("Fundos Argucia"), no prazo legal, os Fundos Argucia, na condição de acionistas minoritários da Companhia e destinatários da Oferta, representando, em conjunto, mais de 10,0% (dez por cento) do total de ações ordinárias em circulação de emissão da Companhia, na forma do Artigo 31, da Resolução CVM nº 85, de 2022, c/c Artigo 4º-A, da Lei nº 6.404, de 1976, formalizaram o pedido de convocação de Assembleia Geral Especial ("AGEsp"), a fim de deliberar sobre a realização de nova avaliação do valor da Companhia, pelo mesmo critério ou por critério diferente daquele adotado no Primeiro Laudo de Avaliação, para efeito de determinação do preço a ser pago por ação da Companhia no âmbito da Oferta ("Requerimento Argucia," Anexo 2).

Em anexo ao Requerimento Argucia, foram apresentados, com bastante clareza, os elementos de convicção que evidenciavam as falhas e imprecisões no Primeiro Laudo de Avaliação, bem como justificavam a medida então adotada.

Após analisar que o Requerimento Argucia preenchia todos os requisitos legais, em 7 de junho de 2023, a Companhia comunicou ao mercado que sua administração, composta, dentre outros, pelos próprios acionistas diretos e indiretos do Reclamante, deliberou convocar a AGEsp para o dia 30 de junho de 2023.

Previamente ao conclave, em 14 de junho de 2023, a Companhia divulgou, por meio de Fato Relevante, manifestação do Ofertante contendo esclarecimentos subscritos pelo Avaliador do Ofertante acerca dos pontos suscitados no Requerimento Argucia. Em breve síntese, o Avaliador do Ofertante apenas justificou que, em outros casos por eles colacionados, os mesmos critérios e premissas utilizados no Primeiro Laudo de Avaliação também haviam sido adotados, sem, entretanto, se aprofundar nas especificidades das empresas analisadas.

Além disso, também previamente à AGEsp, a Argucia encaminhou à Companhia, em 29 de junho de 2023, requerimento para inclusão da Meden Consultoria Empresarial Ltda. ("Meden", Anexo 3) como possível entidade a ser selecionada como nova avaliadora no âmbito da Oferta, caso a matéria constante do item único da ordem do dia da AGEsp viesse a ser aprovada. Em anexo ao requerimento, foi encaminhada a proposta de trabalho formulada pela Meden, bem como os comprovantes legalmente exigíveis da qualificação dela.

Em 30 de junho de 2023, foi realizada a AGEsp. Importante destacar que os Fundos Argucia não representavam a maioria dos acionistas presentes. Mesmo assim, o conclave ratificou, por unanimidade e sem abstenções, o entendimento da Argucia de que existiam falhas e imprecisões no Primeiro Laudo de Avaliação, considerando insatisfatórios os esclarecimentos e justificativas prestados previamente pelo Avaliador do Ofertante. Nesse sentido, foi deliberada a realização de novo laudo de avaliação para determinação do preço da Oferta.

Ato contínuo, a Companhia apresentou duas outras empresas avaliadoras para concorrerem com a Meden. Após análise das propostas, mais de 80% dos acionistas presentes optaram pela Meden.

De maneira surpreendentemente, considerando que o tema passou pela prévia análise dos acionistas diretos e indiretos do Reclamante e a AGEsp foi presidida e conduzida por administrador da própria Companhia, o Reclamante formula reclamação alegando, em breve síntese, uma série de ilegalidades na convocação e nas deliberações da AGEsp. Além disso, alega a existência de abuso de minoria por parte dos Fundos Argucia.

Conforme demonstraremos a seguir, nenhuma das alegações do Ofertante são procedentes. De fato, são tão genéricas as imputações que o seu único objetivo deve ser pressionar a Meden nos trabalhos de elaboração do segundo laudo de avaliação da Companhia.

II. Manifestação sobre as teses sustentadas na Reclamação

a. Da regularidade da AGEsp: o requerimento de convocação, atendido sem ressalvas pela administração da Companhia, preenchia todos os requisitos legais aplicáveis

Em breve síntese, alega o Reclamante que a AGEsp teria sido convocada e instalada de maneira irregular, tendo em vista que, na visão dele, em nenhum momento os Fundos Argucia teriam demonstrado haver falha ou imprecisão no Primeiro Laudo de Avaliação, mas mero inconformismo.

Nada mais longe da verdade. Conforme comprovado pelo Anexo Único, do Requerimento Argucia, foram demonstrados, com bastante clareza, os elementos de convicção pelos quais a Argucia entendia haver erros e imprecisões no Primeiro Laudo de Avaliação.

Em breve síntese, o Primeiro Laudo de Avaliação utiliza a premissa de um crescimento real na perpetuidade de 0.0%, o que já causa espanto à luz do histórico da Companhia e da sua

posição estratégica no respectivo mercado de atuação. Mais importante, entretanto, essa informação é inconsistente com outras informações constantes do Primeiro Laudo de Avaliação, notadamente a necessidade de capital de giro utilizada para o cálculo do fluxo de caixa na perpetuidade. Afinal, o crescimento real do capital de giro só se justificaria se houvesse um crescimento real superior a 0% na perpetuidade.

Essa incongruência não foi esclarecida pelo Avaliador do Ofertante de maneira satisfatória em sua manifestação prévia. Muito pelo contrário, ao que tudo indica, ele considerou correto utilizar metodologias diferentes para a perpetuidade do restante do fluxo de caixa o que, no entendimento da Argucia, configura uma falha no Primeiro Laudo de Avaliação e, portanto, justifica a deliberação adotada na AGEsp.

Além disso, verifica-se que foi utilizado um prêmio de risco específico no cálculo da taxa de desconto nominal e real. Apesar de eventualmente utilizada por avaliadores, mesmo em mercados como os EUA, essa prática não encontra respaldo acadêmico, tendo sido criticada por pesquisadores, como Alquist, Ronen Israel e Tobias Moskowitz, em seu artigo *Fact, Fiction and the Size Effect* [5].

O Professor Damodaram, cuja autoridade no assunto não precisa ser destacada, tem afirmado em artigos e palestras que “[t]here has been no size premium for the past 40 years”[6].

Em sua manifestação, o Avaliador do Ofertante parece corroborar esse entendimento, apresentado tabelas nas quais não se utiliza prêmio de tamanho. Nos casos em que esse prêmio foi utilizado, existem erros nos números indicados pelo Avaliador do Ofertante, como no caso de Celpe, em que foi colocado um prêmio de 3.8%, quando o correto seria 0.8%.

A título de reflexão, ao utilizar o valor de mercado atual da companhia cria-se uma circularidade baseada no valor de mercado, ou seja, se o preço é menor por fatores extrínsecos à entidade, essa será penalizada incorretamente. No caso em tela, a Companhia é uma empresa líder na produção de chapas de fibra de madeira no Brasil e no Mundo (<https://www.eucatex.com.br/blog/eucatex-lider-na-producao-de-chapas-de-fibras-no-brasil-e-no-mundo/>), demonstrando a má utilização do instrumento de prêmio de tamanho, pois o valor atual da companhia imprime outros prêmios de risco como o de governança assim como um prêmio de liquidez que não podem ser utilizados para calcular o valor justo da entidade.

Sem prejuízo de maiores digressões, no entendimento da Argucia, trata-se de um erro, que pode estar subavaliando a Companhia de maneira significativa, em especial em relação aos seus ativos biológico e a terra em que estão sendo produzidos.

Outro aspecto suscitado refere-se às metodologias apresentadas, quais sejam, a média ponderada de cotações de EUCA3, o patrimônio líquido e o valor Econômico, sendo escolhido o valor econômico para determinação do valor justo da companhia.

O método do valor patrimonial é uma abordagem utilizada para calcular o valor de uma empresa com base em seu patrimônio líquido contábil. Embora tenha suas limitações, o método do valor patrimonial pode ser considerado uma opção em certas situações. O método do valor patrimonial se baseia nos ativos tangíveis da empresa, como imóveis, equipamentos e estoques. Isso pode ser especialmente útil em setores em que os ativos tangíveis têm um papel significativo no valor da empresa, como indústrias de manufatura ou imobiliário, como é o caso da Eucatex, que tem ativos relevantes nesta categoria.

Neste caso, o valor patrimonial pode ser uma referência importante para determinar o preço mínimo que um investidor teria que pagar para obter o controle acionário majoritário ou para liquidar a empresa, ou seja, seu valor justo.

Cumprir lembrar que a própria Companhia avalia o valor justo do ativo biológico através do fluxo de caixa líquido descontado à taxa corrente de mercado conforme abaixo:

(a) Estimativa do valor justo

O valor justo foi determinado pela valorização dos volumes previstos em ponto de colheita pelos preços atuais de mercado em função das estimativas de volumes. As premissas utilizadas foram:

- Fluxo de caixa líquido - volume de madeira previsto em ponto de colheita, considerando os preços de mercado atuais, líquidos dos custos de plantio a realizar e dos custos de capital das terras utilizadas no plantio.
- Taxa de desconto: taxa correspondente ao custo ponderado de capital real da Companhia, utilizada para trazer os fluxos de caixa projetados a valores presentes nas datas de mensuração.
- Preços - são obtidos preços em R\$/metro cúbico, através de pesquisas de mercado divulgadas por empresas especializadas, além dos preços praticados em operações de compra e venda realizadas pela Companhia.
- Volumes - consideram o ciclo médio de colheita de 7 anos, e foram projetados com base na produtividade média. A produtividade poderá variar em função de idade, rotação, condições climáticas, qualidade das mudas, incêndios e outros riscos naturais. Para as florestas formadas utilizam-se os volumes atuais de madeira.
- Periodicidade - as expectativas em relação ao preço e volumes futuros da madeira são revisadas ao final de cada exercício/periódico.
- A avaliação dos valores justos dos ativos biológicos foi efetuada e aprovada pela administração.

(b) Composição/Movimentação dos saldos

O saldo dos ativos biológicos é composto pelo custo de formação das florestas e do diferencial do valor justo sobre o custo de formação, conforme demonstrado abaixo:

Saldo em 31/12/2022	788.254	Saldo em 31/12/2021	644.091
Exaustão/cortes efetuados no período	(32.117)	Exaustão/cortes efetuados no período	(77.721)
Ganho na atualização do valor justo	20.896	Ganho na atualização do valor justo	80.154
Adições	33.218	Adições	141.730
Saldo em 31/03/2023	810.251	Saldo em 31/12/2022	788.254

Dentre as variáveis que afetam o cálculo do valor justo dos ativos biológicos da Companhia, destacam-se a variação do preço da madeira e a taxa de desconto utilizada no fluxo de caixa descontado.

Lembrando novamente que o Ativo imobilizado (Ativo biológico+ Ativo imobilizado em operação) tem valor de R\$ 2.130 milhões, que subtraído da dívida líquida de R\$ 515 milhões, representa valor 60% superior ao valor encontrado no laudo.

Os elementos acima bastam para demonstrar a legitimidade do entendimento manifestado pela Argucia de que havia falhas e imprecisões no Primeiro Laudo de Avaliação. Cumpre registrar que esse entendimento poderá ser confirmado ou não no segundo laudo de avaliação, que será elaborado por uma empresa especializada e completamente independente em relação à Argucia e à Companhia.

Além disso, não é irrelevante que o Requerimento Argucia, após ser acatado pela Companhia - pelo menos indicando que preenchia os requisitos formais para ser deliberado pela Assembleia Geral - foi aprovado por unanimidade na AGEsp, em um conclave no qual os Fundos Argucia não representavam a maioria dos presentes.

Finalmente, cumpre pontuar que não cabe ao Ofertante, ao Avaliador do Ofertante nem à própria Argucia arbitrarem quem tem razão em relação ao Primeiro Laudo de Avaliação. A lei determinou que, em caso de impasse como o que se instalou acerca da adequação dessa avaliação, a solução dar-se-á pela realização de um segundo laudo de avaliação, feito por empresa escolhida observando os ritos legais aplicáveis.

E mais. Para evitar que o requerimento do segundo laudo de avaliação seja realizado de maneira leviana, a própria lei determinou, no § 3º, do Artigo 4º-A, da Lei nº 6.404, de 1976, a consequência caso os fundamentos apresentados sejam improcedentes, conforme apurado por empresa especializada e independente..

b. Da regularidade das deliberações adotadas na AGEsp

Se bem compreendido o ponto suscitado pelo Reclamante, esse entende que as deliberações adotadas na AGEsp seriam irregulares na medida em que os acionistas presentes, já tendo tomado conhecimento da manifestação prévia do Avaliador do Ofertante, dispensaram que se prestassem novos esclarecimentos acerca do Requerimento Argucia.

Além disso, segundo alegado, não se justificaria o preço cobrado pela Meden que, na avaliação do Ofertante, não atenderia os requisitos legais para realizar os trabalhos determinados pela AGEsp.

A primeira tese é curiosa. Levada a sério, implicaria que todas as deliberações acerca de demonstrações financeiras seriam eivadas de nulidades se os acionistas presentes não questionassem o administrador e, eventualmente, ao auditor externo presente, na forma do

Artigo 134, § 1º, da Lei das S.A.

É evidente que os acionistas presentes, já tendo tomado conhecimento do Requerimento Argucia e dos esclarecimentos prévios do próprio Avaliador do Ofertante, tiveram a oportunidade de formar um juízo sobre a matéria e dispensaram que se prestassem novos esclarecimentos em benefício do próprio andamento dos trabalhos do conclave. Nada de especial nem, muito menos, de ilegal nesse comportamento.

Assim como o fato de os acionistas presentes, diante de três propostas, não terem escolhido aquela mais barata. Enquanto a proposta da Apsa e da Meden tinham uma diferença inferior a 10%, a proposta apresentada pela RSM era 45% mais barata que a da APSA, mostrando que claramente estava fora do mercado e provocando dúvidas sobre a qualidade do serviço que seria prestado.

À luz de duas propostas com preços semelhantes e igualmente qualificadas, o conclave optou pela escolha daquele indicado pelos Fundos Argucia e não pelo avaliador indicado pela administração da Companhia da qual - repita-se - participam os acionistas diretos e indiretos do próprio Ofertante.

A título de reflexão, claramente não é o objetivo da lei que o Ofertante escolha o segundo avaliador. Não compete à Argucia analisar o voto proferido pelos demais acionistas presentes no conclave, entretanto, acredita-se que essa situação tenha influenciado para que a indicação dos Fundos Argucia tenha sido aprovada pela AGEsp.

Quanto à indicação do avaliador, cumpre registrar que a Meden comprovou atender os requisitos previstos nos §§ 1º e 2º, do Artigo 9º, da Resolução CVM nº 85, de 2022, na condição de empresa especializada com experiência comprovada, conforme documentação apresentada à Companhia (V. Anexo 3).

Em relação às ilações da Companhia sobre a reputação da Meden, à luz do Ofício, cabe à Meden se manifestar e adotar as providências cabíveis.

Evidente, portanto, a inexistência de quaisquer ilegalidades seja no Requerimento Argucia, seja na AGEsp que deliberou pela realização do segundo laudo de avaliação e escolheu a Meden para realizar o trabalho.

c. Da inexistência de abuso de minoria

Em seu último ponto, o Reclamante alega haver abuso de minoria, pelo que se depreende, por inconformismo do próprio Reclamante com os mecanismos legais de proteção da minoria acionária à luz da redução da dispersão acionária.

Tenta ainda apimentar sua narrativa trazendo a informação de que os Fundos Argucia teriam aumentado sua participação na Companhia em menos de ¼ (um quarto) da sua posição entre 31 de março de 2023 e a AGEsp, o que indicaria - na visão dele - um comportamento incoerente com uma perspectiva de longo prazo para o respectivo investimento na Companhia.

Quanto ao inconformismo do Requerente, há pouco a esclarecer. Conforme demonstrado acima, todos os ritos legais foram seguidos tanto previamente, quanto na própria AGEsp. Além disso, foram expostos em detalhes os fundamentos pelos quais os Fundos Argucia entendem que o Primeiro Laudo de Avaliação continha erros e imprecisões, razão pelo qual se deliberou, em AGEsp, pela realização de segundo laudo de avaliação.

Quanto à estratégia de investimento, a participação dos Fundos Argucia na Companhia representou um incremento marginal de 0,34% (trinta e quatro centésimos por cento) do total de ativos sob sua gestão.

Essa oscilação absolutamente marginal não exigiria maiores esclarecimentos. Cumpre pontuar que a tese da "arbitragem" apresentada pelo Reclamante desconsidera, dentre outros fatores, que a Argucia não tem a obrigação de vender as ações na Oferta e que sua visão de longo prazo para a companhia contempla, entre outros aspectos relevantes, a expectativa de melhoria na governança da Companhia, com o ingresso do BTG Pactual e os compromissos então assumidos de migração para o Nível 2, da bolsa brasileira.[7]

Em breve resumo, a participação na Eucatex é coerente com as teses de investimento e os compromissos da Argucia, notadamente como signatária do Código Brasileiro de Stewardship (<https://www.codigobrasileiro.com.br/>), desde sua criação em 2018, e o comportamento até aqui adotado pautou-se pela defesa dos ativos por ela administrados e pelas exigências legais aplicáveis. Estapafúrdia, portanto, a alegação da existência de abuso de minoria.

III. Da verdadeira e única ilegalidade identificada na AGEsp

Na medida em que o próprio Ofertante trouxe a esse órgão regulador a análise da AGEsp, há um aspecto importante omitido e que, em benefício do esclarecimento de situações futuras, não pode escapar do crivo regulatório.

Conquanto desnecessário, cumpre registrar que, por força do disposto no Art. 4º-A, caput e § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976, a participação na AGEsp seria exclusiva "dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado," assim consideradas "todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria".

Nesse sentido, não há dúvidas de que não podem participar do referido conclave, exceto se solicitado para prestar esclarecimentos, dentre outros, os administradores da companhia.

No entendimento da Argúcia, referida norma impede, por exemplo, que terceiros que não os indigitados acionistas titulares de ações em circulação interfiram na condução dos trabalhos, notadamente assumindo a função de presidente de mesa, salvo se assim deliberado pelos acionistas presentes.

Afinal, contrariaria a lógica que os trabalhos assembleares venham a ser conduzidos por aqueles que a própria legislação afasta de sequer participarem ou, de qualquer forma, interferir no conclave.

Mas esse não é apenas uma interpretação Requerentes. Por exemplo, na Assembleia Geral Especial da Confab Industrial S.A., presidida pelo [REDACTED], foi esclarecido no início dos trabalhos: "por se tratar de assembleia especial, apenas os acionistas titulares de ações em circulação podem dela participar, solicitando que somente tais acionistas permanecessem presentes, no que foi atendido." (Anexo 4)

O exemplo acima é ilustrativo porque, assim como na Companhia, na Confab S.A. havia disposição estatutária que determinava que as Assembleias Gerais seriam presididas por Administradores, o que, por expressa previsão legal, não seria extensível às Assembleias Gerais Especiais.

Pois bem. Em que pese o disposto acima, conforme registrado em ata, um dos administradores da Companhia, o Senhor [REDACTED], Presidente do Conselho de Administração, impôs-se como presidente da mesa, inclusive determinando a secretaria dos trabalhos.

Cumprir registrar que o Senhor [REDACTED] além de sequer ser um Conselheiro Independente, possui relação de parentesco próxima com os acionistas do Ofertante, conforme revelado pelo patronímico.

Questionados, os indigitados invocaram referida disposição estatutária que evidentemente não é extensível às Assembleias Gerais Especiais, sob pena de o estatuto social se impor à lei acionária. Assim sendo, não restou alternativa aos Requerentes salvo consignar seu protesto (Anexo 5) nos seguintes termos:

"1. Os acionistas representados pelo subscritor da presente registram junto à mesa da AGEsp a inobservância do disposto no Artigo 4º-A, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c Artigo 28, I, da Resolução CVM nº 85, de 2022. Afinal, de acordo com os referidos dispositivos, a participação no referido conclave é restrita aos acionistas titulares de ações em circulação. Por expressa definição legal, estão impossibilitados de participar do presente conclave, dentre outros, o "acionista controlador," "pessoas a ele vinculadas" e "administrador da companhia objeto."

2. Em que pese o disposto acima, o Senhor [REDACTED], Presidente do Conselho de Administração da Companhia, assumiu os trabalhos, presidindo a mesa da presente AGEsp.

3. Desnecessário mencionar que referida interferência, além de prejudicar a higidez, a lisura e a imparcialidade devidas na condução dos trabalhos, afeta a própria legalidade do presente conclave e sujeitará os infratores, incluindo, mas sem se restringir ao presidente da mesa, à responsabilidade civil e administrativas pelos prejuízos causados aos acionistas titulares de ações em circulação.

4. Tendo em vista a flagrante ilegalidade acima, serve a presente manifestação de registro de PROTESTO para a posterior adoção das medidas judiciais e extrajudiciais cabíveis."

No caso concreto, a atuação do Senhor [REDACTED] não alterou o resultado do conclave, motivo pelo qual não há de se falar em ilegalidade das deliberações assembleares. Entretanto, esse comportamento deve ser analisado sob pena de se criar um precedente que venha a ter efetivas consequências em Assembleias Gerais Especiais subsequentes..

IV Conclusão

Verifica-se, portanto, a improcedência da Reclamação, tendo em vista a inexistência de quaisquer ilegalidades seja no Requerimento Argúcia, seja na AGEsp que deliberou pela realização do segundo laudo de avaliação e escolheu a Meden para realizar o trabalho.

Além disso, requer-se que essa Superintendência analise, na forma do Artigo 13, da Lei nº6.385, de 1976, os eventos narrados no item III, da presente."

Meden

"1. Experiência e Equipe da Meden Consultoria

Em primeiro lugar, é de suma importância esclarecer que a Meden Consultoria atua no formato de Boutique de Avaliações, no qual fornece atendimento especializado e customizado para seus clientes, que mantém contato diretamente com os sócios e diretores da empresa, propiciando maior qualidade e agilidade no atendimento, principalmente quando comparado com empresas de estruturas mais complexas com grandes distâncias entre o "chão de fábrica" e o tomador de decisão. Esse modelo de Boutique justifica a quantidade de colaboradores da Meden - 13, no total - que já se provou mais do que suficiente para atender às demandas da empresa.

Em relação à experiência da Meden Consultoria, é de rápida dedução que os projetos são liderados por profissionais que contem com vasta experiência nas áreas de avaliações e finanças corporativas (currículo dos sócios anexo), que já estão no mercado desde muito antes de resolverem fundar a empresa.

Tal experiência é comprovada não só por trabalhos realizados pela Meden Consultoria homologados e/ou registrados na própria CVM (como os recentes Laudos de Avaliação da Fertilizantes Heringer e da CEEE-G, para fins de OPA, em atendimento à Resolução CVM 85), mas diversos outros trabalhos para companhias abertas de grande porte, como a Oi S.A., a Unidas S.A., Gerdau S.A., CSN, entre muitas outras.

Anexa a esta carta, detalhamos o escopo de trabalho de alguns dos projetos recentes realizados pela Meden Consultoria.

Em sua Reclamação, a Brascorp defende a maior preparação de outras consultorias para a elaboração da Avaliação da Eucatex citando, em seu item 12, trabalhos desenvolvidos pela Apsis Consultoria para grandes empresas como Gol, Klabin e Ambev. Estes trabalhos, como evidenciado em registros públicos, foram conduzidos sob a direção e supervisão do atual CEO da Meden, [REDACTED], fato que se constata na assinatura dos relatórios e/ou na introdução da equipe de trabalho (capítulo 1). Vejam links abaixo:

Avaliação da Gol:

[https://ir.voegol.com.br/default_download.asp?](https://ir.voegol.com.br/default_download.asp?NArquivo=GOL_LaudoAvaliacao_27062014_port.pdf&arquivo=88B03F51-FE25-4FC4-A9B2-13BC6AC07028)

[NArquivo=GOL_LaudoAvaliacao_27062014_port.pdf&arquivo=88B03F51-FE25-4FC4-A9B2-13BC6AC07028](https://ir.voegol.com.br/default_download.asp?NArquivo=GOL_LaudoAvaliacao_27062014_port.pdf&arquivo=88B03F51-FE25-4FC4-A9B2-13BC6AC07028)

Avaliação da Ambev:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/c8182463-4b7e-408c-9d0f-42797662435e/c203f9b0-4dc9-5c04-01ae-553d44cc8ead?origin=2>

Avaliação da Klabin:

<https://docplayer.com.br/86151972-Laudo-de-avaliacao-sp-0372-13-01-klabin-sa.html>

2. Cadastro Geral da CVM

A Brascorp questiona a ausência da Meden Consultoria “no cadastro geral da CVM (ao contrário da Avaliadora original)”. Por se tratar de uma Boutique altamente especializada, a Meden foca sua atuação à trabalhos relativos a finanças corporativas e avaliação de negócios, não exercendo a função de auditores, como é o caso da citada Avaliadora original, ou qualquer outra função que exija tal cadastro.

Como se nota na Resolução CVM 85, em seu artigo 9º § 1º deixa claro os requisitos mínimos necessários para a empresa se habilitar como avaliadora em uma OPA, dentre eles, como se lê: “r empresa especializada com experiência comprovada.”. Tal experiência, como descrito no item 1 da presente, já resta mais do que comprovada e, inclusive, aprovada pela própria CVM no processo de realização, por exemplo, da OPA da Fertilizantes Heringer.

3. Honorários Cobrados

É notório que o Brasil é um país que possui economia livre, no qual as partes colocam os preços que acreditam ser os mais justos em seus produtos e serviços. O mercado, no entanto, tende a afastar preços que não correspondam ao valor percebido naturalmente, de modo que preços tendem a flutuar dentro de um range aceitável. Quando falamos de trabalhos de alta especialização e prestação de serviços, este range tende a ser maior, considerando a qualidade do serviço que é percebida pelo contratante.

Como se vê no próprio bid apresentado para o Novo Laudo de Avaliação da Eucatex S.A., o preço ofertado pela Meden Consultoria ficou apenas 10% acima do ofertado pela terceira colocada (R\$198.300 contra R\$179.000).

A análise de outros laudos de avaliação realizados para fins de OPA mostra que os valores cobrados em laudos de avaliação podem chegar à casa dos R\$ 845.000,00 líquidos, como é o caso da OPA da EDP Energias de Portugal realizado neste ano, ou seja, mais de 4x (quatro vezes) superior ao valor cobrado pela Meden Consultoria.

Desta forma, considerando os preços praticados no mercado, entende-se que o valor pleiteado pela Meden Consultoria é justo e está totalmente dentro da razoabilidade de mercado.

4. Acusações [REDACTED]

A Brascorp cita uma notícia de jornal de 25 anos atrás questionando a idoneidade do CEO da Meden Consultoria para a contratação e elaboração do trabalho de avaliação.

Preliminarmente, destaca-se que a fonte consultada contém apenas fatos jornalísticos da época (1998), cujo teor do noticiário veiculado é desconectado com a realidade dos fatos e, portanto, desprovido de credibilidade, não devendo, assim, ser tomado como verdadeiro para se avaliar a idoneidade de uma pessoa, principalmente por conter um viés de sensacionalismo.

É público e notório que o caso do Banco Nacional S.A., extinto em 1995, teve uma repercussão muito grande. A época [REDACTED] era diretor da área de Obrigações Corporativas, uma das áreas da Controladoria do Banco, instituição da qual fez parte por nove anos.

Com a abertura do inquérito policial, centenas de funcionários foram ouvidos e ao final o Ministério Público Federal, baseado nesse inquérito, apresentou denúncia contra trinta e três réus que foram aceitas pelo juízo competente à época, sendo: (i) Estatutários: Presidente, alguns Conselheiros e alguns Vice-Presidentes; e (ii) Não estatutários: alguns Diretores, Contadores, Gerentes e Auditores Externos. Nesse rol esse declarante, um dos diretores não estatutários à época, passou a ser um corréu no processo.

Em 2002, foi prolatada a sentença de primeira instância com as condenações individualizadas, com um cunho visivelmente enviesado pela ideologia social, dada a repercussão do caso à época, que mascarava a realidade dos fatos e a suposta participação dos acusados.

Mister se faz aos Egrégio Tribunal Regional Federal da 2ª Região/RJ e ao Tribunal Superior de Justiça, que reformaram, com justiça, a sentença de primeira instância da maioria dos corréus que foram, no bojo desse processo, usados como inocentes úteis e, por fim, restou extinta a punibilidade imposta pelo juiz a quo, em cuja extinção [REDACTED] foi um dos beneficiados.

Por não ser estatutário, não figurou no polo passivo da ação cível, que ainda tramita aguardando o desfecho da liquidação extrajudicial do extinto Nacional, nunca foi objeto de nenhuma sanção e/ou penalidade por autoridades do poder concedente e fiscalizador, tais como CVM, BACEN e Receita Federal, ou qualquer outra que o impedisse de atuar em setores do mercado, inclusive o financeiro tendo, desde então, exercido sua atividade como empresário do ramo de consultoria financeira e atendendo clientes dos mais variados portes e setores - muitas companhias abertas - sem quaisquer restrições.

Ainda, salienta-se que o Sr. [REDACTED] nunca foi objeto de nenhuma execução e tem todo o seu patrimônio declarado e livre de quaisquer gravames.

Por derradeiro, afirmamos não haver nenhuma anotação em suas certidões, mais especificamente a Certidão e Distribuição de Ações e Execuções - Originárias Cíveis e Criminais - Expedida pela Justiça Federal em 11/07/2023, anexada a esse documento. [REDACTED] é atualmente inscrito na OAB/RJ - [REDACTED] - Ativa - Com atuação de acordo com as Regras Deontológicas Fundamentais do Estatuto da Advocacia da OAB, sem anotações, Perito Judicial com inscrição ativa no SEJUD, Administrador Judicial formado pela ESAJ e sócio da Meden Consultoria desde 2017.

Por fim, conforme já mencionado anteriormente, o Sr. [REDACTED] já participou de outros trabalhos em atendimento à diversos órgãos, inclusive à própria CVM não só enquanto CEO da Meden Consultoria, como enquanto diretor em outras consultorias, nunca havendo nenhum tipo de impedimento levantado a respeito de sua idoneidade.

5. Conclusão

Sumarizando os pontos explanados acima, demonstra-se que as alegações realizadas pela Brascorp para descaracterizar a nomeação e contratação da Meden Consultoria para elaboração do Novo Laudo de Avaliação da Eucatex, direito exclusivo dos sócios minoritários, mostram-se totalmente infundadas, sendo a Meden Consultoria e seus sócios profissionais idôneos, capacitados, experientes e legitimamente selecionados pelos acionistas minoritários da Companhia para a elaboração do Novo Laudo de Avaliação da Eucatex para fins de OPA."

23. Em 18/07/2023, após analisar as manifestações acima transcritas, encaminhamos o Ofício nº 204/2023/CVM/SRE/GER-1 (doc. 1830037) à Recorrente, nos seguintes termos:

"2. A propósito, em 13/07/2023, considerando a natureza dos pleitos formulados na Reclamação, encaminhamos à Superintendência de Relações com Empresas (SEP) desta Autarquia o Ofício Interno nº 64/2023/CVM/SRE/GER-1, solicitando que aquela área se manifestasse sobre os seguintes pontos trazidos na Reclamação, relacionados à competência da CVM para (i) suspender efeitos de uma Assembleia Geral de Acionistas já realizada, (ii) anular uma Assembleia Geral de Acionistas já realizada; ou (iii) determinar a realização de uma nova Assembleia Geral de Acionistas, tendo a SEP se manifestado, em 14/07/2023, por meio do Ofício Interno nº 182/2023/CVM/SEP/GEA-3, nos seguintes termos:

"2. A respeito, inicialmente informamos que a competência da CVM está delimitada na Lei 6.385/76, notadamente em seu artigo 11, observado o disposto no artigo seguinte, que elenca uma série de ações que serão permitidas à esta autarquia no âmbito de suas competências.

3. Nota-se que não há, em nenhum dos dispositivos citados, normas que permitam à CVM suspender efeitos ou anular uma assembleia geral, bem como determinar a realização de um novo conclave, sendo certa a possibilidade da ocorrência dessas hipóteses se determinadas na esfera judicial.

4. Não obstante, a CVM pode expedir entendimentos que levem as companhias abertas a agirem com o fim de suspender, anular ou realizar nova assembleia, permanecendo possível a esta Comissão a apuração de responsabilidades por meio de Processo Administrativo Sancionador, caso a companhia ou seus administradores ajam em desconformidade com as Leis e Regulamentos que normatizam o mercado de capitais, mais precisamente, neste caso, em relação às normas que regem as assembleias gerais.

5. Frisa-se a possibilidade da CVM agir antes de assembleias, nos termos do art. 124, §5º

da Lei 6.404/76, interrompendo ou suspenso o prazo de convocação de assembleias, quando [ocorridas] as hipóteses previstas nos incisos do mencionado artigo. Nesse caso a suspensão é do prazo de convocação da assembleia e não dos efeitos das deliberações nela tomadas.

6. Em resumo, não é possível à CVM, com base em suas competências legais, realizar quaisquer das 3 ações elencadas no primeiro parágrafo, retro, restando a atividade sancionadora como instrumento possível para atuação em casos que assim o exijam."

3. Quanto às questões trazidas na Reclamação que se referem a temas de competência desta área técnica, quais sejam: (i) fundamentação para convocação da Assembleia, no termos do § 1º do art. 4º-A da LSA; e (ii) experiência comprovada do novo avaliador, nos termos dos §§ 1º e 2º do art. 9º da Resolução CVM 85/2022 ("Resolução CVM 85"), informamos que encaminhamos, em 10/07/2023, o Ofício nº 197/2023/CVM/SRE/GER-1 à Companhia, para que solicitasse a manifestação de Meden Consultoria Empresarial Ltda. ("Meden"), empresa escolhida como instituição avaliadora da nova avaliação da Companhia, a respeito de sua experiência, nos termos da regulamentação aplicável, bem como ao Reclamado, para que se manifestasse a respeito dos demais pontos trazidos na Reclamação.

4. Em 14/07/2023, a Meden e o Reclamado protocolaram na CVM suas respectivas respostas ao Ofício nº 197/2023/CVM/SRE/GER-1, as quais seguem anexas.

5. Após análise inicial dessas respostas, comunicamos nosso entendimento preliminar de que os "(...) elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado (...)" apresentados pelo Reclamado, nos termos do § 1º do art. 4º-A da LSA, não se mostraram desarrazoados. A esse respeito, cabe ressaltar que o fato de laudos de avaliação de outras companhias abertas também preverem crescimento real nulo na perpetuidade não significa que tal premissa seja isenta de falha ou imprecisão no contexto da Companhia e de seu Laudo de Avaliação.

6. Cumpre mencionar que o próprio § 1º do art. 4º-A da LSA prevê o remédio nos casos em que a Companhia não atende ao pleito dos acionistas minoritários de convocação da Assembleia Especial, qual seja, a possibilidade de convocação de tal assembleia pelos próprios detentores de ações em circulação, o que, em nosso entendimento, demonstra que eventual discordância relativa à fundamentação para convocação desta assembleia não teria o poder de obstar sua realização.

7. Ademais, quanto ao argumento apresentado pelo Reclamante de que "o processo obrigatório de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") por aumento de participação prevê poucos (e insuficientes) mecanismos de freios e contrapesos", cumpre esclarecer que tal argumento não encontra amparo da regulamentação em vigor, uma vez que o ofertante da OPA por aumento de participação poderia desistir da oferta no caso de elevação de seu preço em função da nova avaliação de que trata o § 1º do art. 4º-A da LSA, desde que adote o procedimento alternativo previsto no art. 32 da Resolução CVM 85, conforme previsto em seu art. 31 ("Art. 31. Na hipótese de revisão do preço da OPA, na forma prevista pelo art. 4-A da Lei nº 6.404, de 1976, não é permitida a desistência da OPA pelo ofertante, **salvo se adotar o procedimento alternativo a que se refere o art. 32**").

8. No que se refere à experiência comprovada da Meden, após a análise da resposta encaminhada por tal instituição, entendemos que o referido avaliador demonstrou ter experiência comprovada na avaliação de companhias abertas, cumprindo assim os requisitos constantes dos §§ 1º e 2º do art. 9º da Resolução CVM 85.

9. Por fim, constou da manifestação do Reclamado denúncia de eventuais irregularidades cometidas por parte dos controladores da Companhia e pessoas a eles vinculadas no âmbito da realização da Assembleia Especial de 30/06/2023, nos seguintes termos:

"III. Da verdadeira e única ilegalidade identificada na AGEsp

Na medida em que o próprio Ofertante trouxe a esse órgão regulador a análise da AGEsp, há um aspecto importante omitido e que, em benefício do esclarecimento de situações futuras, não pode escapar do crivo regulatório.

Conquanto desnecessário, cumpre registrar que, por força do disposto no Art. 4º - A, caput e § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976, a participação na AGEsp seria exclusiva "dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado," assim consideradas "todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria".

Nesse sentido, não há dúvidas de que não podem participar do referido conclave, exceto se solicitado para prestar esclarecimentos, dentre outros, os administradores da companhia.

No entendimento da Argucia, referida norma impede, por exemplo, que terceiros que não os indigitados acionistas titulares de ações em circulação interfiram na condução dos trabalhos, notadamente assumindo a função de presidente de mesa, salvo se assim deliberado pelos acionistas presentes.

Afinal, contrariaria a lógica que os trabalhos assembleares venham a ser conduzidos por aqueles que a própria legislação afasta de sequer participarem ou, de qualquer forma,

interferir no conclave.

Mas esse não é apenas uma interpretação Requerentes. Por exemplo, na Assembleia Geral Especial da Confab Industrial S.A., presidida pelo [REDACTED], foi esclarecido no início dos trabalhos: "por se tratar de assembleia especial, apenas os acionistas titulares de ações em circulação podem dela participar, solicitando que somente tais acionistas permanecessem presentes, no que foi atendido." (Anexo 4)

O exemplo acima é ilustrativo porque, assim como na Companhia, na Confab S.A. havia disposição estatutária que determinava que as Assembleias Gerais seriam presididas por Administradores, o que, por expressa previsão legal, não seria extensível às Assembleias Gerais Especiais.

Pois bem. Em que pese o disposto acima, conforme registrado em ata, um dos administradores da Companhia, o Senhor [REDACTED], Presidente do Conselho de Administração, impôs-se como presidente da mesa, inclusive determinando a secretaria dos trabalhos.

Cumpra registrar que o Senhor [REDACTED], além de sequer ser um Conselheiro Independente, possui relação de parentesco próxima com os acionistas do Ofertante, conforme revelado pelo patronímico.

Questionados, os indigitados invocaram referida disposição estatutária que evidentemente não é extensível às Assembleias Gerais Especiais, sob pena de o estatuto social se impor à lei acionária. Assim sendo, não restou alternativa aos Requerentes salvo consignar seu protesto (Anexo 5) nos seguintes termos:

"1. Os acionistas representados pelo subscritor da presente registram junto à mesa da AGEsp a inobservância do disposto no Artigo 4º-A, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c Artigo 28, I, da Resolução CVM nº 85, de 2022. Afinal, de acordo com os referidos dispositivos, a participação no referido conclave é restrita aos acionistas titulares de ações em circulação. Por expressa definição legal, estão impossibilitados de participar do presente conclave, dentre outros, o "acionista controlador," "pessoas a ele vinculadas" e "administrador da companhia objeto."

2. Em que pese o disposto acima, o Senhor [REDACTED], Presidente do Conselho de Administração da Companhia, assumiu os trabalhos, presidindo a mesa da presente AGEsp.

3. Desnecessário mencionar que referida interferência, além de prejudicar a higidez, a lisura e a imparcialidade devidas na condução dos trabalhos, afeta a própria legalidade do presente conclave e sujeitará os infratores, incluindo, mas sem se restringir ao presidente da mesa, à responsabilidade civil e administrativas pelos prejuízos causados aos acionistas titulares de ações em circulação.

4. Tendo em vista a flagrante ilegalidade acima, serve a presente manifestação de registro de PROTESTO para a posterior adoção das medidas judiciais e extrajudiciais cabíveis."

No caso concreto, a atuação do Senhor [REDACTED] não alterou o resultado do conclave, motivo pelo qual não há de se falar em ilegalidade das deliberações assembleares. Entretanto, esse comportamento deve ser analisado sob pena de se criar um precedente que venha a ter efetivas consequências em Assembleias Gerais Especiais subsequentes..

IV Conclusão

(...)

Além disso, requer-se que essa Superintendência analise, na forma do Artigo 13, da Lei nº6.385, de 1976, os eventos narrados no item III, da presente,"

10. Sobre a manifestação do Reclamado supra, solicitamos que o Ofertante se manifeste junto à CVM **até 25/07/2023**."

24. Em 25/07/2023, a Recorrente protocolou na CVM resposta ao Ofício nº 204/2023/CVM/SRE/GER-1 (1835145), nos seguintes termos:

"A. PARTICIPAÇÃO DO PRESIDENTE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA ASSEMBLEIA ESPECIAL

1. Inicialmente, fazemos referência ao protesto registrado pela Argúcia a respeito dos fatos ocorridos na assembleia especial da Companhia realizada em 30 de junho de 2023 ("Assembleia Especial"), referente à alegação, sem fundamentos, de que o Sr. [REDACTED], na qualidade de Presidente do Conselho de Administração da Companhia, não poderia presidir a Assembleia Especial.

2. Conforme expressamente explicado aos acionistas presentes na Assembleia Especial logo no início dos trabalhos, o estatuto social da Companhia expressamente determina em seu artigo 14 que as assembleias de acionistas devem ser presididas "pelo Presidente do Conselho de Administração ou em sua ausência pelo Vice-Presidente do Conselho de Administração ou por qualquer um dos membros do Conselho de Administração [...]"

3. Trata-se, portanto, de mero cumprimento de dever estabelecido prévia e expressamente no estatuto social da Companhia.

4. No art. 128 da Lei das S.A., o legislador privilegia a regra do Estatuto Social da Companhia quanto à escolha do presidente e secretário das assembleias:

“Art. 128. Os trabalhos da assembleia serão dirigidos por mesa composta, salvo disposição diversa do estatuto, de presidente e secretário, escolhidos pelos acionistas presentes.”

5. Além de estar evidente que o questionamento da Argúcia não tem qualquer amparo legal, a própria reclamante assume em sua resposta que “no caso concreto, a atuação do Senhor [REDACTED] não alterou o resultado do conclave”.

6. Ou seja, o Presidente do Conselho de Administração, não se manifestou nem influenciou qualquer das matérias deliberadas na Assembleia Especial, cumprindo somente sua função prevista no Estatuto Social da Companhia, indispensável para a operacionalização da Assembleia Especial (cuja convocação, inclusive, foi realizada pela própria Companhia, em conformidade com todas as formalidades aplicáveis).

7. Em face do exposto acima, não há que se falar em qualquer irregularidade com relação à condução dos trabalhos da Assembleia Especial.

8. Como não foi descumprida qualquer disposição legal e que a própria Argúcia ressaltou a inexistência de qualquer interferência, fica evidente que o motivo para o questionamento é meramente querer constranger a Ofertante e a administração da Companhia mediante abuso de direito (comportamento recorrente da Argúcia).

9. A esse respeito, a despeito da indicação inicial da CVM, alguns aspectos merecem ser reforçados, inclusive com um grave fato novo que passou a ser conhecido.

B. OSCILAÇÃO ATÍPICA DO VALOR DAS AÇÕES ORDINÁRIAS

10. Em 04 de julho de 2023 (portanto após a manifestação inicial da Ofertante), a B3 S.A. – Brasil, Bolsa Balcão (“B3”) solicitou esclarecimentos a respeito de uma oscilação atípica do valor das ações ordinárias de emissão da Companhia.

11. Em Comunicado ao Mercado publicado em 05 de julho de 2023, a Companhia respondeu de forma sucinta que o único fato que poderia resultar na realização atípica de negociações de ações da Companhia seria a Assembleia Especial.

12. Nesse contexto, analisamos de forma mais aprofundada a variação de valor dos valores mobiliários da Companhia durante os últimos meses.

13. Entre os dias 24 de janeiro e 18 de maio de 2023, período em que foi divulgado o fato relevante informando a assinatura de acordo para o investimento do Banco BTG Pactual S.A. na Companhia e o investimento foi devidamente consumado, houve uma valorização das ações ordinárias de somente 6,20% (seis inteiros e vinte centésimos por cento).

14. No entanto, desde a publicação do edital da OPA, num período de pouco mais de 2 (dois meses), o preço em que as ações ordinárias são negociadas cresceu 54,45% (cinquenta e quatro inteiros e quarenta e cinco centésimos por cento). No mesmo período, as ações preferenciais, cujo volume diário de negociação é bastante superior ao das ações ordinárias, valorizaram-se apenas 11,35% (onze inteiros e trinta e cinco centésimos por cento).

15. Ante estes fatos e a manifestação da Companhia, é evidente que houve negociações bastante atípicas desde a divulgação da OPA com o objetivo final de aumentar artificialmente o valor das ações ordinárias.

16. A conduta em si já é grave o suficiente para o mercado em geral, mas especialmente preocupante para a Ofertante pois o novo avaliador poderia utilizar-se desse subterfúgio para, na elaboração do novo laudo de avaliação das ações ordinárias da Companhia, considerar um intervalo de tempo posterior ao analisado pela UHY Bendoraytes & Cia Auditores Independentes (“Avaliadora”) no laudo de avaliação apresentado no âmbito da OPA (“Laudo de Avaliação”).

17. Ou seja, cria-se uma “profecia autorrealizável”: os Fundos Argúcia questionam o laudo apresentado pela Avaliadora, solicitam nova avaliação e a avaliadora escolhida por eles mesmos passa a considerar os pregões posteriores à divulgação do edital para precificar as ações ordinárias da Companhia, podendo considerar inclusive negociações em que os Fundos Argúcia foram contrapartes.

18. Considerando a seriedade dos fatos relatados acima, que apresentam graves indícios de que houve manipulação de mercado com a finalidade de obter vantagem ilícita no contexto da OPA, a fim de que sejam adotadas as medidas legais cabíveis em defesa dos interesses do mercado de valores mobiliários e seus respectivos investidores, solicitamos que a CVM:

(i) solicite à Companhia e à escrituradora das ações os registros referentes à movimentação das ações ordinárias no período entre o dia anterior à divulgação da OPA e a data da Assembleia Especial;

(ii) encaminhe à Ofertante os registros referentes à movimentação das ações ordinárias recebidos da Companhia e/ou da escrituradora; e

(iii) em havendo indícios suficientes, acione o Ministério Público para que, em conjunto com a CVM, possam apurar se ocorreu crime de manipulação de mercado, conforme o art. 27-C da Lei nº 10.303/2001.

C. ABUSO DE MINORIA E INVERSÃO DO ÔNUS DE PROVA

19. Na Manifestação original, a Ofertante já havia indicado que, segundo a melhor doutrina, “pedido de revisão do preço da oferta pública apresentado pelos minoritários deve ser devidamente fundamentado. A fim de evitar que o direito de requerer a revisão do preço transforme-se em instrumento de abuso das minorias, o § 1º exige que seja ele acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a existência de falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado.” [8]

20. Portanto, não basta um mero descontentamento, insatisfação em relação à avaliação apresentada na OPA. Os Fundos Argúcia deveriam comprovadamente apresentar uma falha ou imprecisão da metodologia da Avaliador, fato que não ocorreu.

21. Nesse tema, esta Superintendência de Relações com Empresas [na verdade, a SRE] manifestou-se por meio do Ofício dizendo que o fato de que quase a totalidade dos laudos de avaliação de outras companhias abertas também adotarem os mesmos critérios utilizados pela Avaliadora “não significa que tal premissa seja isenta de falha ou imprecisão no contexto da Companhia e de seu Laudo de Avaliação”.

22. Ou seja, o laudo de avaliação apresentado na OPA utilizou os mesmos critérios que praticamente todos os demais laudos utilizaram, os Fundos Argúcia não apresentaram nenhuma falha ou imprecisão da metodologia da Avaliadora e, mesmo assim, esta Superintendência parece se manifestar no sentido que o pleito dos Fundos Argúcia merece prosperar pois poderia haver falha ou imprecisão na avaliação.

23. Esse entendimento, caso venha a se confirmar, é o exato contrário da determinação legal. O aceite, pela CVM, de nova avaliação das ações ordinárias da Companhia sem considerar os requisitos previstos em lei implica na inversão do ônus da prova, além de causar insegurança jurídica ao mercado de ações brasileiro.

24. A Lei nº 6.404/76 expressamente prevê, conforme demonstrado acima, que cabe aos acionistas minoritários provar que houve falha ou imprecisão no laudo da Avaliadora, fato este que nunca se demonstrou.

25. Portanto, o Ofício acaba por relegar a Ofertante a um único recurso cabível: mover uma ação judicial, seja para comprovar que o pedido de novo laudo é ilegal ou, alternativamente, aguardar o laudo da Meden Consultoria Empresarial Ltda. (“Meden”) e contestar os critérios utilizados.

26. Pois, é certo, tudo indica que a Meden previamente já elegeu o critério do valor patrimonial para avaliar as ações ordinárias (atendendo à ganância dos Fundos Argúcia) ou utilizará outra metodologia, escolhendo cuidadosamente as premissas adotadas para fazer com que o preço convirja ou supere o valor patrimonial das ações, inclusive sem considerar que o capital social da Companhia é dividido em ações ordinárias e preferenciais, estas últimas com prioridade no pagamento de dividendos e maior liquidez e que, portanto, merecem um prêmio em relação às ordinárias.

27. Assim, ao invés de exigir que os acionistas minoritários provem que o laudo da Avaliadora era falho ou impreciso, conforme requer a lei, o Ofício inverte a ordem e exigirá que a Ofertante prove judicialmente que o laudo original estava correto ou que o novo laudo de avaliação fora feito com o único propósito de propiciar lucros artificiais aos Fundos Argúcia.

28. Neste sentido, solicitamos que a CVM analise com profundidade os fatos constatados na Manifestação e na presente resposta, com o cuidado que a situação exige, e se posicione de maneira clara e expressa seu entendimentos em relação ao equívoco do Ofício nº 168/2003/CVM/SER/GER-1 (que exigiu a convocação da Assembleia Especial).

D. MANIFESTAÇÃO DA SUPERINTENDÊNCIA DE NORMAS CONTÁBEIS E DE AUDITORIA - SNC

29. Em face dos fatos apresentados até o momento e do justificado receio de falta de rigor técnico na avaliação que potencialmente será realizada por solicitação dos Fundos Argúcia, entendemos que a Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria - SNC, nos termos da Resolução CVM nº 24, deve se manifestar sobre a questão:

“Art. 59. Compete à Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria - SNC:

I - atuar nas atividades de registro, supervisão, fiscalização, orientação e normatização no âmbito de auditores independentes e procedimentos de auditoria;

II - propor normas e padrões de contabilidade e de auditoria a serem observados pelas entidades reguladas pela CVM;

III - analisar propostas de republicação ou refazimento de demonstrações financeiras de companhias e fundos de investimento;

IV - supervisionar e fiscalizar os auditores independentes e procedimentos de auditoria no âmbito de atuação da CVM; e

V - exercer outras atividades correlatas.”

30. Assim, solicitamos que os fatos e circunstâncias relatados na presente resposta e na Manifestação sejam encaminhados à Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria - SNC para que se pronuncie sobre:

(i) a inexistência de falha ou imprecisão no laudo da Avaliadora e a falta de fundamentação legal para que os Fundos Argúcia solicitassem nova avaliação para a OPA; e

(ii) a obrigatoriedade de eventual nova avaliação solicitada pelos Fundos Argúcia considerar exclusivamente os preços, taxa de juros e demais indicadores em período idêntico ao utilizado pela Avaliadora original, ou seja, em período anterior à publicação do edital da OPA;

(iii) a possibilidade de (iii.a) a anulação a Assembleia Especial realizada no dia 30 de junho de 2023 às 10:00 horas; e (iii.b) a realização de nova Assembleia Especial para deliberar a contratação de nova empresa avaliadora em sistema de lista fechada, restrita às 4 (quatro) maiores empresas de auditoria independente no Brasil (Big Four) - KPMG, E&Y, PwC e Deloitte.

Diante de todo o exposto, nos termos da Lei nº 6.404/76 e da regulamentação da CVM, colocamo-nos à disposição para elucidar eventuais dúvidas, se necessário."

25. Em 02/08/2023, encaminhamos a manifestação supra da Recorrente à SEP, por meio do Ofício Interno nº 72/2023/CVM/SRE/GER-1 (doc. 1837541), para adotar as providências que julgasse cabíveis, tendo em vista que eventual irregularidade cometida no procedimento adotado no âmbito de Assembleia Especial é tema de competência da SEP. Ademais, como na referida manifestação da Recorrente foi apresentado relato sobre eventual manipulação de mercado, enviamos também em 02/08/2023 o Ofício Interno nº 73/2023/CVM/SRE/GER-1 (doc. 1839089) à SMI, para adotar as providências que julgasse cabíveis.

26. Ainda em 02/08/2023, enviamos o Ofício nº 217/2023/CVM/SRE/GER-1 (doc. 1839862) à Recorrente e à Companhia, comunicando o seguinte:

"2. A propósito, sobre as questões apresentadas no expediente supra, comunicamos:

"A - PARTICIPAÇÃO DO PRESIDENTE DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NA ASSEMBLEIA ESPECIAL"

2.1. Sobre os esclarecimentos prestados a respeito da participação do Presidente do Conselho de Administração da Companhia na Assembleia Especial, comunicamos que encaminhamos esses esclarecimentos, bem como a reclamação apresentada por Argúcia, à Superintendência de Relações com Empresas - SEP, para as providências que julgar cabíveis, tendo em vista se tratar de tema de competência daquela Superintendência;

"B - OSCILAÇÃO ATÍPICA DO VALOR DAS AÇÕES ORDINÁRIAS"

2.2. Sobre a afirmação de que existem "(...) graves indícios de que houve manipulação de mercado com a finalidade de obter vantagem ilícita no contexto da OPA (...)", comunicamos que encaminhamos a denúncia apresentada à Superintendência de Relações com o Mercado de Intermediários - SMI para eventual apuração dos fatos relatados, não cabendo a esta área técnica atender a quaisquer dos pleitos formulados, quais sejam: "(i) solicite à Companhia e à escrituradora das ações os registros referentes à movimentação das ações ordinárias no período entre o dia anterior à divulgação da OPA e a data da Assembleia Especial; (ii) encaminhe à Ofertante os registros referentes à movimentação das ações ordinárias recebidos da Companhia e/ou da escrituradora; e (iii) em havendo indícios suficientes, acione o Ministério Público para que, em conjunto com a CVM, possam apurar se ocorreu crime de manipulação de mercado, conforme o art. 27-C da Lei nº 10.303/2001."

"C - ABUSO DE MINORIA E INVERSÃO DO ÔNUS DE PROVA"

2.3. Inicialmente, cabe esclarecer que o Ofício nº 168/2023/CVM/SRE/GER-1 não "(...) exigiu a convocação da Assembleia Especial", como argumenta o Ofertante em seu último expediente encaminhado. Referido Ofício tão somente reconheceu a suspensão do curso do processo de registro da OPA, suspensão essa que não depende de uma ação discricionária desta área técnica, sendo determinada automaticamente pela própria Resolução CVM nº 85/2022 ("Resolução CVM 85"), nos termos do inciso I de seu art. 28 ("o pedido de convocação da assembleia especial de acionistas titulares de ações em circulação, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado(...) suspenderá o curso do processo de registro(...)").

2.4. Sobre a fundamentação do pedido de convocação de assembleia especial, entendemos que o §1º do art. 4º-A da LSA (replicado pelo dispositivo supra) apresenta critérios objetivos previstos para a requisição "(...) aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia (...)", quais sejam, requerimento tempestivo e "(...) devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado (...)".

2.5. Dessa forma, tendo sido o pedido de convocação da referida Assembleia apresentado

tempestivamente, fundamentado e acompanhado dos elementos de convicção que demonstrem falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, o que foi a nosso ver observado, sem qualquer característica que pudesse de pronto denotar um erro ou um aspecto que seja desarrazoado no pleito em questão, entendemos que não caberia à CVM realizar julgamento sobre os elementos de convicção apresentados, sendo esses elementos, além de requisitos objetivos para justificar o pleito de nova avaliação, subsídios para instruir a participação dos acionistas minoritários da Companhia na assembleia especial a ser realizada, ponderando o risco de uma nova avaliação resultar em um valor inferior ao da primeira avaliação e obrigar tais acionistas a ressarcirem a Companhia pelos custos dessa nova avaliação.

2.6 Nesse sentido, consideramos que o voto do ex-diretor Wladimir Castelo Branco Castro, abaixo transcrito parcialmente, no precedente da OPA Unificada para cancelamento de registro e por alienação de controle de Rhodia Ster S.A. - Processo CVM nº RJ-2002-7753, acompanhado de forma unânime pelo Colegiado da CVM, em reunião na data de 17/04/2003, é esclarecedor a respeito do tema em questão e reforça nosso entendimento manifestado acima:

"Assim, como previsto nos artigos 4º e 4º -A da Lei Societária - e disciplinado nos artigos 23 e 24 da Instrução CVM 361 - nos casos em que há divergência entre acionistas e ofertantes acerca do valor da companhia, é facultado aos primeiros, desde que reúnam, no mínimo, 10% das ações em circulação no mercado, a convocação de assembleia especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação ou a adoção de novo critério de avaliação da empresa.

Ora, entendo que não seria compatível com uma abordagem sistêmica da Lei que coubesse à CVM avaliar o preço da OPA em casos de alienação de controle, já que, como visto na extensa transcrição da Lei aí acima, quando se trata de cancelamento de registro, **o preço da OPA é avaliado e discutido interna societatis, funcionando a CVM como mero disciplinador do disposto nos artigos 4º e 4º-A**, que trata do registro de companhia aberta e de seu cancelamento.

Vale repisar que a CVM, ao regular a realização das ofertas públicas, dispôs, na parte geral da Instrução 361, não ser de sua competência aferir o preço ofertado pelas ações objeto de OPA" (grifo nosso)

2.7. Dessa forma, ratificamos nosso entendimento sobre o tema manifestado por meio do Ofício nº 204/2023/CVM/SRE/GER-1 de que os "(...) elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado (...)'" apresentados pelo Reclamado, nos termos do § 1º do art. 4º-A da LSA, não se mostraram desarrazoados. A esse respeito, cabe ressaltar que o fato de laudos de avaliação de outras companhias abertas também preverem crescimento real nulo na perpetuidade não significa que tal premissa seja isenta de falha ou imprecisão no contexto da Companhia e de seu Laudo de Avaliação", cumprindo "mencionar que o próprio § 1º do art. 4º-A da LSA prevê o remédio nos casos em que a Companhia não atende ao pleito dos acionistas minoritários de convocação da Assembleia Especial, qual seja, a possibilidade de convocação de tal assembleia pelos próprios detentores de ações em circulação, o que, em nosso entendimento, demonstra que eventual discordância relativa à fundamentação para convocação desta assembleia não teria o poder de obstar sua realização."

"IV - MANIFESTAÇÃO DA SUPERINTENDÊNCIA DE NORMAS CONTÁBEIS E DE AUDITORIA - SNC"

2.8. Inicialmente, cabe esclarecer que é competência da GER-1/SRE (de acordo com o Regimento Interno da CVM - Resolução CVM nº 24/21) analisar pedidos de registro e de dispensa de registro, bem como supervisionar e fiscalizar as ofertas públicas de aquisição de ações (OPAs), de modo que todo o regramento contido na Resolução CVM 85 é de competência da SRE, o que inclui a regulamentação atinente ao laudo de avaliação de OPA (arts. 9º e 10º, bem como Anexo C).

2.9. Nesse sentido, reforçando o entendimento supra, a própria Resolução CVM 85, em seu art. 11, prevê que a análise de pedido de registro de OPA e de todos os documentos elencados no Anexo A da referida Resolução deve ser realizada pela SRE, incluindo o laudo de avaliação, não cabendo o envio do referido documento à SNC para apreciação, conforme requer o Ofertante.

2.10. Com relação às informações que deverão ser utilizadas para fins de elaboração da nova avaliação, esclarecemos que deverá ser observado o disposto nos arts. 9º e 10 e o Anexo C, todos da Resolução CVM 85, destacando que:

(i) "Os administradores e o acionista controlador devem fornecer ao avaliador informações verdadeiras, completas, claras, objetivas e suficientes para a elaboração do laudo", nos termos do art. 10;

(ii) "As informações constantes do laudo de avaliação devem ser verdadeiras, completas, precisas, atuais, claras e objetivas", nos termos do art. 1º do Anexo C;

(iii) "O laudo de avaliação da companhia objeto deve refletir **aopinião do avaliador** quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração e deve ser constituído de uma análise fundamentada de valor (...)"

(iv) "As informações constantes do laudo de avaliação devem ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral", nos termos do art. 4º do Anexo C; e

(v) "Quanto às informações gerenciais, o avaliador somente as pode aceitar e utilizar se entender que são consistentes", nos termos do § único do art. 4º do Anexo C.

2.11. Dessa forma, quanto ao pleito de que o novo avaliador seja obrigado a "considerar exclusivamente os preços, taxa de juros e demais indicadores em período idêntico ao utilizado pela Avaliadora original, ou seja, em período anterior à publicação do edital da OPA", ressaltamos que o novo avaliador deverá observar estritamente o regramento contido na Resolução CVM 85 na elaboração da nova avaliação, com destaque aos requisitos supracitados, os quais tiveram que ser observados também no âmbito do laudo de avaliação originalmente elaborado para fins da OPA, devendo ambos se basear nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, se fundamentar em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral.

2.12. Assim, não cabe à CVM definir quais as premissas que devem ser adotadas por um avaliador na elaboração de laudo, como solicita o Ofertante, mas sim garantir que tal documento seja elaborado observando a regulamentação aplicável.

2.13. Ademais, quanto ao pleito de que a CVM anule a Assembleia Especial e determine a realização de nova assembleia, cabe observar o entendimento da SEP, já comunicado por meio do Ofício nº 204/2023/CVM/SRE/GER-1, de que a CVM não tem competência para anular assembleia de acionistas, tampouco determinar a realização de nova assembleia.

3. Considerando todo o exposto acima, com o entendimento desta área técnica acerca dos pleitos e alegações formulados pelo Ofertante em seu expediente de 25/07/2023, determinamos o que segue:

3.1. Tendo em vista que a contratação de Meden Consultoria Empresarial Ltda. ("Meden"), empresa escolhida como instituição avaliadora da nova avaliação da Companhia, foi regularmente deliberada em assembleia especial prevista em lei, comunicamos a necessidade de contratação **imediate** do novo avaliador por parte da Companhia;

3.2. Solicitamos que a Companhia se manifeste sobre a eventual irregularidade cometida mediante o fato de ainda não ter contratado a Meden, não tendo solicitado à CVM qualquer prazo adicional para fazê-lo, apenas se manifestando 26 dias após a Assembleia Especial para mencionar que aguardaria a discussão de questões trazidas pelo Ofertante para realizar tal contratação, condicionando o cumprimento de um dever legalmente imposto à Companhia à uma discordância trazida pelo Ofertante, a qual, em momento algum, foi inscrita pela Companhia.

4. Ressaltamos a possibilidade de recurso ao Colegiado da CVM contra os entendimentos contidos no presente Ofício, nos termos da Resolução CVM 46/2021.

5. Por fim, alertamos para a necessidade de a Companhia, observando sua política de divulgação de informações junto ao mercado, manter o mercado informado acerca dos desdobramentos dos fatos que envolvem a OPA."

27. Nesse mesmo dia (02/08/2023), enviamos também o Ofício nº 219/2023/CVM/SRE/GER-1 (doc. 1839936) aditando o Ofício nº 217/2023/CVM/SRE/GER-1, conforme abaixo:

"1. Referimo-nos ao Ofício nº 217/2023/CVM/SRE/GER-1 ("Ofício"), encaminhado na presente data, no âmbito da oferta pública de aquisição de ações ("OPA" ou "Oferta") por aumento de participação da Companhia, cujo pleito de registro se encontra em análise nesta área técnica.

2. A propósito, em aditamento ao Ofício, comunicamos: (i) que retificamos a data do Ofício, de forma que onde se lê "1º de agosto de 2023", leia-se "2 de agosto de 2023"; e (ii) que o prazo para o atendimento à exigência constante do item 3.2 se encerra em 16/08/2023."

28. Em 15/08/2023, a Companhia protocolou resposta aos Ofícios nºs 217/2023/CVM/SRE/GER-1 e 219/2023/CVM/SRE/GER-1 (doc. 1849562), nos seguintes termos:

"Neste sentido cumpre esclarecer que a assembleia especial requerida pela Argucia Capital Gestão de Recursos Ltda ("Argucia") nos termos do art. 4º-A da Lei 6.404/76 foi realizada em 30 de junho de 2023, pelo que foi aprovada a contratação da Meden para o levantamento de novo laudo de avaliação das ações ordinárias da OPA ("Assembleia Especial").

Em razão das deliberações havidas na Assembleia Especial, a Companhia prontamente divulgou fato relevante informando aos seus acionistas e ao mercado em geral sobre as deliberações aprovadas, inclusive da aprovação da contratação da Meden como nova empresa avaliadora.

Entretanto, no dia 6 de julho de 2023 (apenas 4 (quatro) dias úteis após a Assembleia Especial) a Ofertante questionou a CVM sobre a irregularidade na convocação e instalação da Assembleia Especial, solicitando a suspensão dos efeitos das deliberações havidas e a

anulação da contratação da Meden.

Caso o pleito da Ofertante viesse a ser julgado favoravelmente, a contratação da Meden representaria um custo substancial para a Companhia. Ao passo que aguardar a manifestação da CVM sobre o caso acarretaria poucos dias de atraso para início dos trabalhos, sem grandes repercussões para os acionistas ordinários minoritários.

Assim a administração da Companhia, em atenção ao dever de diligência, considerou que o mais prudente seria aguardar uma decisão final da CVM quanto ao tema, o que só ocorreu em 02 de agosto de 2023.

Inclusive, este exato entendimento já fora expressamente manifestado pela Companhia à CVM em e-mail enviado em 26 de julho de 2023, conforme comprova o Anexo I à presente, deixando claro que a Companhia estava "aguardando o posicionamento final da CVM em relação ao tema para seguir ou não com a contratação da empresa avaliadora escolhida na assembleia especial realizada em 30 de junho de 2023".

Com a efetiva manifestação da necessidade de contratação imediata de novo avaliador encaminhada por V.Sas., por meio dos Ofícios, informamos que a Meden já foi devidamente contratada pela Companhia, em 8 de agosto de 2023.

Conforme demonstrado acima, resta claro que a Companhia adotou um posicionamento razoável e cauteloso, o que parece ser reconhecido também pelos demais acionistas minoritários e pela Meden, já que nenhum deles questionou o posicionamento da Companhia desde a resposta enviada em 26 de junho de 2023."

29. Em 22/08/2023, a Recorrente protocolou na CVM o Recurso (doc. 1858216), que segue integralmente transcrito na próxima seção do presente documento.

30. Em 08/09/2023, Meden solicitou prazo adicional para concluir a nova avaliação (doc.1877255), tendo esta área técnica se manifestado sobre o pleito em questão, em 11/09/2023, por meio do Ofício nº 257/2023/CVM/SRE/GER-1 (doc. 1877472), nos seguintes termos:

"A propósito, cumpre esclarecer primeiramente que não existe previsão na Resolução CVM 85 de possibilidade de prorrogação do prazo previsto no § 3º de seu art. 28, de modo que não caberia a esta área técnica prorrogar o prazo em questão.

Ademais, poderia se considerar a recontagem, no todo ou em parte, do referido prazo apenas nas situações em que há alteração na situação fática da companhia objeto que justifique uma revisão ampla do trabalho de avaliação em curso, o que não se justifica, a princípio, no presente caso.

A despeito do entendimento supra, ressaltamos que, nos termos do art. 28 da Resolução CVM 85, conforme deliberado em AGE de detentores de ações em circulação, a nova avaliação continua devida, cabendo à Meden entregá-la no prazo mais exíguo possível, de forma a não prejudicar o andamento da OPA, sem prejuízo da apuração de eventual irregularidade cometida por descumprimento do prazo previsto no § 3º do art. 28 da Resolução CVM 85.

Nesse sentido, solicitamos que seja encaminhada manifestação por parte da Meden, nos termos do art. 5º da Resolução CVM nº 45/2021, em face do descumprimento do prazo previsto no § 3º do art. 28 da Resolução CVM 85, esclarecendo de forma expressa os fatos que acarretaram no referido descumprimento de prazo."

31. Em 13/09/2023, Meden encaminhou o novo laudo de avaliação da Companhia, tendo apurado o valor justo das ações de emissão da Companhia no intervalo entre R\$ 12,75 e R\$ 14,01, com ponto médio no valor de R\$ 13,38, utilizando-se da metodologia do fluxo de caixa descontado, julgada mais adequada pelo novo avaliador, de modo que o Ofertante teve até o dia 18/09/2023, nos termos do inciso IV do art. 28 da Resolução CVM 85 para se manifestar sobre a manutenção da OPA, com a consequente majoração de seu preço, ou se desistiria da Oferta, desde que assumisse o compromisso de realizar a devolução do excesso de participação que adquiriu, nos termos do art. 32 da mesma Resolução.

32. Por fim, em 18/09/2023, a Companhia divulgou Fato Relevante informando que a Ofertante manifestou seu interesse em seguir com a OPA, majorando seu preço para R\$ 13,38, nos seguintes termos:

"Nesta data, a Ofertante informou à Companhia que protocolou perante a CVM e B3 a documentação atualizada da Oferta, em conformidade com o novo Laudo de Avaliação elaborado pela Meden Consultoria Empresarial Ltda. ("Novo Laudo de Avaliação").

Conforme comunicado pela Ofertante, tendo em vista o procedimento de revisão de preço e nova avaliação requeridos por acionistas minoritários, bem como o resultado apurado pelo Novo Laudo de Avaliação, a documentação foi atualizada para refletir que a Oferta será lançada ao preço de R\$ 13,38 (treze reais e trinta e oito centavos) por ação ordinária."

III. Manifestação da Recorrente

33. De forma a fundamentar seu pleito, a Recorrente encaminhou a seguinte manifestação:

"I. INTRODUÇÃO

1. A Recorrente ora é acionista da Eucatex S.A. - Indústria e Comércio ("Eucatex" ou "Companhia"). Além disso, recentemente propôs Oferta Pública de Aquisição ("OPA") das ações de emissão da Eucatex por aumento de sua participação nesta Companhia, nos termos

dos Fatos Relevantes divulgados ao mercado em 24.01.2023 e 18.05.2023 (docs. 02 e 03)[9].

2. Para a elaboração do laudo de avaliação das ações de emissão da Eucatex (“Laudo de Avaliação”), foi contratada a empresa avaliadora UHY Bendoraytes & Cia Auditores Independentes (“Empresa Avaliadora”)

3. No Laudo de Avaliação (doc. 04), o preço justo das ações foi apurado, com base em diversas metodologias (fluxo de caixa descontado, valor médio ponderado das ações e patrimônio líquido contábil), em montante entre R\$ 10,26 (dez reais e vinte e seis centavos) e R\$ 11,29 (onze reais e vinte e nove centavos), com um ponto médio de R\$ 10,78 (dez reais e setenta e oito centavos) por ação, sem distinção entre classes.

4. Com base neste estudo, a Ofertante propôs aos titulares de ações objeto da Oferta o preço de R\$ 12,00 (doze reais) – superior, portanto, ao valor justo apurado no Laudo de Avaliação.

5. Ato contínuo, acionistas discordantes do Laudo de Avaliação – quais sejam, Argucia Income FIA BDR Nível I, Argucia Quark Fundo de Investimento Multimercado e Argucia Endowment Fundo de Investimento Multimercado (“Fundos Argucia”) –, representando mais de 10% das ações ordinárias da Companhia em circulação, solicitaram à administração a convocação de Assembleia Especial (“Assembleia Especial”) com fulcro no artigo 4º-A, § 1º, da Lei das S.A. (doc. 05).

6. Vale dizer, por meio desse requerimento, pretendiam eles submeter à deliberação dos acionistas titulares de ações ordinárias em circulação uma nova avaliação das ações da Eucatex, por terem discordado do primeiro Laudo de Avaliação apresentado.

7. Em resposta aos argumentos trazidos pelos Fundos Argucia sustentando a “inadequação do valor estabelecido para a OPA” (doc. 05), a Empresa Avaliadora prestou os devidos esclarecimentos técnicos sobre a metodologia de cálculo, os quais foram divulgados ao mercado por meio de Fato Relevante publicado em 14.06.2023 (doc. 06).

8. Apesar disso, a Assembleia Especial foi realizada no dia 30.06.2023, às 10h, como se verifica de sua ata publicada (doc. 07). Nela, foi aprovada a reavaliação das ações de emissão da Eucatex no âmbito da OPA e eleita a empresa Meden Consultoria Empresarial Ltda. (“Meden”) para prestar tal serviço.

9. Ocorre que, no entendimento desta Recorrente, o conclave foi realizado em flagrante afronta ao disposto no art. 4º-A, § 1º, da Lei nº 6.404/76 (“Lei das S.A.”).

10. Isso porque a Lei das S.A. determina que o requerimento de convocação de Assembleia Especial apresentado por acionistas titulares de mais de 10% das ações em circulação em sede de OPA seja “devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado” (grifos nossos).

11. Os Fundos Argucia, contudo, em nenhum momento demonstraram, em seu requerimento, haver falha ou imprecisão no Laudo de Avaliação. Pelo contrário, como mostram os números, os critérios de avaliação exigidos pelos Fundos Argucia não são prática no mercado de avaliação de empresas, sendo usados em raríssimos casos. No fim das contas, tratou-se de requerimento de instalação de Assembleia Especial justificado por mero inconformismo dos acionistas, sem qualquer embasamento técnico sólido.

12. Não obstante isso, em 02.08.2023, a GER-1 encaminhou os Ofícios à Eucatex determinando que a Companhia procedesse à contratação da Meden, sob o entendimento de que o requerimento de convocação de Assembleia Especial foi “fundamentado e acompanhado dos elementos de convicção que demonstrem falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado”, “sem qualquer característica que pudesse de pronto denotar um erro ou um aspecto que seja desarrazoado no pleito”.

13. No entanto, como se demonstrará, os fundamentos dos Ofícios são equivocados, merecendo reforma por este d. Colegiado.

14. Não se trata, aqui, de discutir o preço da OPA ou submetê-lo à discussão da CVM, pois, como se sabe, esse é assunto interna societatis, sendo esta autarquia mera fiscalizadora do cumprimento dos artigos 4º e 4º-A da Lei das S.A., que tratam do registro de companhia aberta e seu cancelamento. O que se pretende é, apenas, submeter à CVM o exame do cumprimento dos requisitos previstos na Lei das S.A. para o prosseguimento do pedido de reavaliação das ações da sociedade-alvo em uma OPA.

15. Não se trata tampouco de discutir a possibilidade de convocação de Assembleia Especial por acionistas minoritários que porventura tivessem encontrado falhas ou imprecisões no preço calculado por empresa especializada contratada pela companhia-alvo – mas, isto sim, discutir a legitimidade de tal pedido de reprecificação quando não seja fundado em demonstradas falhas e imprecisões, uma vez que pode ele impor ônus desnecessários ao caixa da companhia e aos próprios acionistas minoritários (artigo 4º-A, § 3º, da Lei das S.A.[10]).

16. Assim, o presente recurso é apresentado com o objetivo de demonstrar que:

(i) os critérios de avaliação cobrados pelos Fundos Argucia em seu requerimento de instalação de Assembleia Especial não são respaldados pela teoria e prática no mercado de capitais, e inaptos a demonstrar “falha ou imprecisão” no Laudo de Avaliação

elaborado pela Empresa Avaliadora contratada pela Recorrente; e

(ii) diante disso, não foi cumprido o requisito previsto no artigo 4º-A, § 1º da Lei das S.A. para a devida convocação e instalação da Assembleia Especial destinada a aprovar a reavaliação das ações de emissão da Recorrente, sendo a contratação da empresa Meden eivada de vício legal que impede a consideração de sua avaliação na OPA pretendida.

17. É o que se fará no capítulo a seguir.

II. ARTIGO 4º-A, § 1º, DA LEI DAS S.A.: DA NECESSÁRIA DEMONSTRAÇÃO DE FALHAS OU IMPRECIÇÕES NO LAUDO DE AVALIAÇÃO

19. Em suma, os Fundos Argucia fundamentam seu requerimento de instalação de Assembleia Especial em três fatores: (i) a necessidade de ser utilizada uma taxa de crescimento em “termos reais” para o cálculo do valor da Eucatex na perpetuidade, (ii) a ilegitimidade da utilização de prêmio de risco por tamanho, e (iii) a necessidade de utilizar-se o valor patrimonial como avaliação do valor justo da Eucatex.

20. Nos parágrafos a seguir, passamos a apontar a inépcia de tais argumentos para demonstrarem qualquer falha ou imprecisão na metodologia do primeiro Laudo de Avaliação – o qual foi amparado em vasta literatura técnica e na prática de empresas especializadas já consolidadas no mercado (como E&Y, KPMG, BTG e Apsis).

II.2. DA NECESSIDADE DE SER UTILIZADA UMA TAXA DE CRESCIMENTO EM “TERMOS REAIS” PARA O CÁLCULO DO VALOR DA EUCATEX NA PERPETUIDADE

21. Os Fundos Argucia apontam, como uma das supostas “falhas e imprecisões” do Laudo de Avaliação o fato de utilizar-se “um crescimento real de 0.0% a.a. na perpetuidade, que parece inconsistente com o histórico da companhia, sua posição competitiva no mercado, com o setor em que atua e com o crescimento real de PIB esperado pelo mercado” (doc. 05).

22. No Laudo de Avaliação, a Empresa Avaliadora, no entanto, considerou que o crescimento da Eucatex na perpetuidade seria equivalente ao crescimento da inflação de longo prazo.

23. Com base na literatura de avaliação de empresas [11], é mais razoável supor que empresas maduras – como é o caso da Eucatex, com mais de 70 anos de atividade – se tornarão uma parte menor da economia, do que supor que crescerão de modo igual ou acima da taxa de crescimento da economia em que operam. Afinal, trata-se de uma empresa que, por sua maturidade, supõe-se de crescimento estável. Enquanto empresas jovens crescem a uma taxa mais elevada que a taxa de crescimento da economia, as empresas mais antigas e consolidadas tendem a crescer em uma taxa inferior.

24. Assim, nada há de desarrazoado em utilizar-se uma taxa de crescimento da inflação de longo prazo na avaliação de uma empresa madura como a Eucatex. Pelo contrário, há sólidos fundamentos teóricos para tanto.

25. Além disso, a prática confirma a idoneidade da taxa de crescimento na perpetuidade usada no Laudo de Avaliação: desde 2020, foram publicados 13 (treze) laudos de avaliação que lastrearam preços de Ofertas Públicas de Ações e em apenas 3 (três) utilizou-se o critério indicado pelos Fundos Argúcia [12].

26. Sendo assim, a afirmação de que a avaliação da empresa-alvo deveria utilizar uma taxa de crescimento na perpetuidade em “termos reais” como o fazem os Fundos Argucia não é apta a demonstrar uma falha ou imprecisão no Laudo de Avaliação. Afinal, a consideração da taxa equivalente ao crescimento da inflação de longo prazo – como feito pela Empresa Avaliadora – é respaldada pela teoria e pela prática. Não se pode, portanto, considerá-la uma falha ou imprecisão.

II.3. DA ILEGITIMIDADE DA UTILIZAÇÃO DE PRÊMIO DE RISCO POR TAMANHO

27. No requerimento apresentado pelos Fundos Argucia, argumenta-se que a “utilização de prêmio de risco por tamanho não é corroborada por nenhum estudo acadêmico no mercado brasileiro ou em mercados emergentes e sua utilização, sem comprovação teórica para o mercado brasileiro, subestima de forma relevante o valor da companhia” (doc. 05).

28. Ao contrário dessa afirmativa, como demonstrado pela Empresa Avaliadora em seus esclarecimentos (doc. 06), diversos estudos evidenciam que investidores demandam prêmio pelo investimento em empresas de menor porte que varia em relação ao prêmio por investimento em empresas de maior porte – o que justifica o uso do prêmio de risco por tamanho em modelos de valuation.

29. Isso porque a literatura oferece boas razões para acreditar que o beta utilizado em modelos de valuation – isto é, a variável de risco –, por si só não basta para explicar as variações de retorno de um investimento. O tamanho da empresa também explica as mudanças nos retornos, e, portanto, deveria ser considerado no cálculo do prêmio de risco [13].

30. Nesse sentido, por exemplo, os autores Eugene F. Fama e Kenneth R. French [14], incorporam tal variável de prêmio de risco por tamanho ao modelo Capital Asset Pricing Model original (ou Modelo de Precificação de Ativos de Capital). Além disso, a Kroll/Duff & Phelps, assessoria global de finanças corporativas e valuation mundialmente renomada, calcula, de

forma periódica, os prêmios de risco que são demandados por investidores de risco conforme o porte da empresa – desde large caps até micro caps [15].

31. Apesar de serem informações fundamentadas nos mercados norte-americano e europeu – mais maduros que o brasileiro –, a variação da demanda por retornos adicionais conforme a realidade/porte da empresa ocorre independentemente do país em que situado o mercado de capitais.

32. Por fim, chamamos atenção para o fato de que no próprio mercado de capitais brasileiro, desde 2020, 10 (dez) de 13 (treze) ofertas públicas realizadas incluíram prêmios de risco por tamanho em suas taxas de desconto ao avaliarem o preço justo das ações [16] – exatamente como adotado pela Empresa Avaliadora no Laudo de Avaliação contestado.

33. Sendo assim, não se trata de erro ou imprecisão o uso do prêmio de risco por tamanho. A utilização do prêmio de risco por tamanho não subestima a realidade da Eucatex – antes, a reflete, uma vez que se faz necessário considerar o risco do investimento conforme o porte da empresa em sua avaliação.

34. Este argumento, portanto, também não se sustenta para demonstrar erro ou imprecisão aptos a justificar uma reavaliação da Eucatex.

II.4. A NECESSIDADE DE UTILIZAR-SE O VALOR PATRIMONIAL COMO AVALIAÇÃO DO VALOR JUSTO DA EUCATEX.

35. O Laudo de Avaliação calculou os valores por ação por meio de três metodologias, todas previstas no artigo 13 do anexo C da Resolução CVM nº 85/2022: o Income Approach – Fluxo de Caixa Descontado, o Market Approach – Valor médio ponderado das cotações das ações da Eucatex, e o Asset Approach – Valor do Patrimônio Líquido Contábil [17].

36. Os esclarecimentos da Empresa Avaliadora (doc. 06) revelam que tanto as ações ordinárias quanto preferenciais de emissão da Eucatex foram negociadas abaixo do valor patrimonial contábil nos últimos anos (2013-2022).

37. A razão disso, os estudos revelam, é que a Eucatex apresenta retornos históricos baixos para os seus acionistas, de modo que estes precificam as ações da companhia abaixo de seu valor de patrimônio líquido contábil a fim de refletir essa realidade [18].

38. Vale dizer, o Laudo de Avaliação adota uma visão dinâmica do preço da empresa-alvo, considerando sua continuidade no tempo e a visão que os investidores do mercado brasileiro efetivamente têm de seu valor – com base, dentre outros fatores, no retorno de seu investimento.

39. O valor patrimonial contábil suscitado pelos Fundos Argucia, por sua vez, apresenta uma “fotografia” estática da companhia em uma determinada data, não refletindo toda a dinâmica da atividade empresarial, principalmente a futura, que é um dos principais componentes na formação do valor da empresa.

40. A utilização do valor patrimonial contábil faz sentido no caso de sociedades constituídas para a manutenção ou consolidação de bens imóveis ou para a realização de investimentos de longa maturação, cujas taxas de retorno sejam de difícil mensuração. Também é aconselhável seu uso quando a companhia necessita com urgência de recursos, ou o montante da emissão é reduzido, não podendo aguardar um laudo que apure o seu valor econômico, isto é, o preço justo de suas ações, ou não dispor de recursos para contratar uma empresa especializada.

41. Este, contudo, não é o caso da sociedade-alvo, Eucatex.

42. Reitere-se que, nos termos do artigo 13 do anexo C da Resolução CVM nº 85/2022, o preço justo da companhia-alvo de uma OPA deve ser determinado de forma isolada ou combinada, pelos seguintes critérios: (i) preço médio ponderado de cotação das ações da Companhia na bolsa de valores; (ii) patrimônio líquido contábil; e (iii) valor econômico da Companhia, estimado pela metodologia do fluxo de caixa descontado.

43. Em linha com a regulamentação da autarquia, a Empresa Avaliadora levou em consideração múltiplos métodos de avaliação ao estimar o preço das ações de emissão da Eucatex. Tudo isso com a finalidade de refletir de forma não estática a situação da Companhia, mas sim levando-se em consideração sua dinâmica e flutuação no tempo.

44. Nesse sentido, o Laudo da Avaliação indigitado pelos Fundos Argucia justifica que o critério do valor patrimonial contábil é um “método estático, baseado nos valores contábeis históricos da Companhia, não considerando o valor de mercado dos ativos e passivos da Eucatex, a existência de ativos intangíveis e sua capacidade futura de geração de fluxo de caixa.”[19]

45. Há, portanto, fundamentação clara e expressa do porquê de o critério do valor patrimonial contábil, sozinho, não ser ajustado à realidade da Eucatex e não ter sido aquele preponderante na determinação do preço das ações de sua emissão.

46. Não bastasse isso, por si só, a prática da avaliação de empresas comprova a pouca utilização desse critério.

47. Em situações semelhantes à da Companhia (ou seja, cujas ações são negociadas a valor inferior ao seu valor patrimonial) houve 3 (três) ofertas públicas de aquisição (Springer S.A., Magnesita Refratários S.A. e Participações Indust. Do Nordeste S.A.), cuja totalidade dos

avaliadores escolheram como metodologia o Income Approach - Fluxo de Caixa Descontado, mesmo que os resultados ficassem abaixo do valor patrimonial das ações das empresas referidas [20].

48. A propósito, a própria CVM já reconheceu que "a perspectiva de rentabilidade é hoje o critério mais utilizado na avaliação de empresas" [21].

49. Com efeito, o critério da perspectiva de rentabilidade é considerado o mais adequado para a verificação do efetivo valor econômico da ação na medida em que procura calcular a taxa de retorno do investimento representado pela subscrição das ações dentro de um determinado período.

50. Diante de tudo isso, o argumento de que a Empresa Avaliadora "não considerou a utilização do valor patrimonial como avaliação do valor justo da empresa" não é apto a comprovar qualquer falha ou imprecisão do Laudo de Avaliação.

III. DA TEMERIDADE DA REAVALIAÇÃO APROVADA NA ASSEMBLEIA ESPECIAL

51. A ilegitimidade do requerimento de instalação de Assembleia Especial para reavaliação das ações de emissão da Eucatex deve ser levada a sério diante da temeridade da reavaliação a ser feita pela empresa especializada eleita para tal prestação de serviços.

52. Como visto, a Assembleia Especial elegeu a Meden para tanto.

53. Tal empresa ofereceu a proposta mais cara dentre as outras avaliadoras cogitadas neste contexto, apesar de contar com equipe enxuta e com pouca experiência no mercado das avaliações, tendo em vista que está ativa há apenas seis anos e sequer consta no cadastro geral da CVM.

54. Ademais, o histórico conturbado do Sr. [REDACTED], atual CEO da Meden Consultoria, o qual já foi acusado de exercício ilegal da profissão de contador e citado como envolvido em gerenciamento de fraude, é outro aspecto que dá razão à Recorrente para discordar da contratação da Meden.

55. Existe, portanto, fundado receio de que a nova avaliação será realizada por empresa de histórico conturbado e alvo de questionamentos éticos, correndo substancial risco de resultar em dispêndios vãos dos recursos da Companhia, sem que resultem na apuração real do preço justo das ações da Eucatex.

56. Como se sabe, a legislação em vigor determina diversos mecanismos em proteção aos acionistas minoritários, imputando àqueles que votarem a favor de nova avaliação apenas o ônus de arcar com o reembolso pelos custos incorridos na contratação do segundo avaliador caso a avaliação seja igual ou inferior ao preço da OPA.

57. No entanto, tal mecanismo é frágil, pois não determina qualquer forma específica de contestação do Ofertante ao segundo laudo produzido, dependendo este única e exclusivamente da competência técnica e da idoneidade do novo avaliador, ambos critérios aos quais a Meden Consultoria não atende.

58. Neste sentido, o presente Recurso corresponde à única alternativa da Ofertante para evitar a consideração de uma avaliação incoerente e injusta no âmbito da OPA pretendida, devendo ser admitido como procedente para reformar o entendimento manifestado nos Ofícios e reconhecer a ilegitimidade do requerimento de instalação de Assembleia Especial por inobservância aos requisitos do artigo 4º-A, §1º, da Lei das S.A..

IV. CONCLUSÃO E PEDIDO

59. Diante disso, os Recorrentes solicitam que se dê provimento ao presente recurso para reconhecer que (i) o requerimento de Assembleia Especial formulado pelos Fundos Argucia não atende aos requisitos impostos pelo artigo 4º-A, §1º, da Lei das S.A., uma vez que não demonstrou a existência de qualquer falha ou imprecisão no Laudo de Avaliação inicialmente elaborado no âmbito da OPA, sendo ilegítimo para fundar nova reprecificação das ações de emissão da Eucatex, (ii) por consequência, a deliberação tomada na Assembleia Especial, de eleição da empresa Meden para avaliação das ações não deve ser reconhecida como válida, e (iii) por todos esses fundamentos, eventual preço aferido no âmbito da reavaliação da Eucatex pela Meden não pode ser legitimamente considerado no âmbito da OPA."

VI. Nossas Considerações

34. A OPA por aumento de participação é prevista no §6º do 4º da LSA, nos seguintes termos:

"Art. 4º (...)

§ 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado."

35. A regra prevista no dispositivo legal supramencionado está regulamentada no caput do art. 33 da Resolução CVM 85, abaixo reproduzido:

"Art. 30. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei nº 6.404, de 1976, deve realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no caput e no § 1º do art. 48."

36. Ressalta-se que a regra da OPA por aumento de participação visa, em tese, desestimular o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada a adquirir ações em circulação acima de um patamar que, no melhor entendimento da CVM, impediria a liquidez de tais ações, evitando o "fechamento branco de capital", situação na qual o acionista minoritário, de posse de uma ação com a liquidez prejudicada, poderia se ver compelido a alienar tais ações ao controlador ou pessoas vinculadas por um preço que não refletiria necessariamente seu valor justo.

37. Desse modo, vê-se que a modalidade de OPA em questão tem a função de estabelecer, em certa medida, maior equilíbrio entre as situações nas quais se encontram controladores/vinculados e minoritários, de modo que, ao ser ultrapassado o limite definido na regra como aquele que traz prejuízo à liquidez, estaria o controlador obrigado a oferecer um evento de liquidez a preço justo aos acionistas minoritários.

38. Alternativamente à realização de uma OPA por aumento de participação, a regulamentação prevê a possibilidade de o controlador, ou pessoa a ele vinculada, adotar procedimento de devolução do excesso de participação adquirida, conforme previsto no art. 32 da Resolução CVM 85, abaixo transcrito:

Art. 32. Caso se verifique qualquer das hipóteses do art. 30, o acionista controlador pode solicitar à CVM autorização para não realizar a OPA por aumento de participação, desde que se comprometa a alienar o excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, a contar da ocorrência da aquisição.

§ 1º As ações alienadas nos termos do caput não podem ter como adquirentes pessoas vinculadas ao acionista controlador, nem pessoas que atuem em conjunto com ele ou com pessoas a ele vinculadas.

§ 2º Caso as ações não sejam alienadas no prazo e na forma previstos no caput e § 1º deste artigo, o acionista controlador deve apresentar à CVM requerimento de registro de OPA por aumento de participação no prazo de 30 (trinta) dias, a contar do término do prazo estabelecido no caput.

§ 3º O procedimento alternativo à OPA por aumento de participação somente pode ser utilizado uma vez a cada período de 2 (dois) anos.

§ 4º A CVM pode prorrogar uma única vez o prazo de que trata o caput, caso verifique, a requerimento do interessado, que a alienação de todo o bloco no prazo inicial pode afetar significativamente as cotações das ações no ambiente de mercado organizado em que estejam admitidas à negociação.

39. Conforme previsto no §6º do 4º da Lei nº 6.404/76, o preço da OPA por aumento de participação deverá ser determinado nos termos do § 4º do art. 4º da LSA, abaixo transcrito:

"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."

40. Sobre a avaliação de que trata o dispositivo legal supra, o tema foi regulamentado na Resolução CVM 85 que, nos termos de seu art. 9º, exige a confecção do laudo de avaliação, que por sua vez deve ser elaborado nos termos do Anexo C da citada Resolução. Destacamos abaixo trechos dos referidos dispositivos que entendemos ser importantes para o enfrentamento do presente caso:

"Art. 9º 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, deve ser elaborado laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle.

§ 1º O laudo de que trata o caput pode ser elaborado pela instituição intermediária, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento que possuam área especializada e devidamente equipada e tiverem experiência comprovada, ou ainda por empresa especializada com experiência comprovada.

§ 2º A experiência comprovada a que se refere o § 1º deve dizer respeito à avaliação de companhias abertas.

§ 3º O laudo de avaliação deve observar o disposto no Anexo C desta Resolução.

(...)

ANEXO C À RESOLUÇÃO CVM Nº 85, DE 31 DE MARÇO DE 2022

CAPÍTULO I - DISPOSIÇÕES PRELIMINARES

Art. 1º As informações constantes do laudo de avaliação devem ser verdadeiras, completas, precisas, atuais, claras e objetivas.

Art. 2º O laudo de avaliação da companhia objeto **deve refletir a opinião do avaliador** quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração e deve ser constituído de uma análise fundamentada de valor, nos termos estabelecidos neste Anexo.

Art. 3º A opinião do avaliador não deve ser entendida como recomendação do preço da oferta, o qual deve ser determinado pelo ofertante.

Art. 4º **As informações constantes do laudo de avaliação devem ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral.**

Parágrafo único. Quanto às informações gerenciais, o avaliador somente as pode aceitar e utilizar se entender que são consistentes." (grifos nossos)

41. Com relação à revisão do preço da OPA por aumento de participação, sua possibilidade se encontra resguardada no § 6º do art. 4º da LSA, que prevê que o preço da OPA deve ser "determinado nos termos do § 4º" da LSA, que, por sua vez, assegura "a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A" da mesma Lei.

42. Já o disposto no art. 4º-A da LSA prevê a seguinte dinâmica para a revisão do preço da OPA:

"Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º.

§ 1º O requerimento deverá ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias da divulgação do valor da oferta pública, **devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo os acionistas referidos no caput convocar a assembleia quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 (oito) dias, ao pedido de convocação.**

§ 2º Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria.

§ 3º **Os acionistas que requererem a realização de nova avaliação e aqueles que votarem a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública.**

§ 4º **Caberá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no art. 4º e neste artigo, e fixar prazos para a eficácia desta revisão.**" (grifos nossos)

43. O procedimento de revisão do preço da OPA por aumento de participação foi regulamentado nos termos do art. 31 da Resolução CVM 85, prevendo que:

"Art. 31. Na hipótese de revisão do preço da OPA, na forma prevista pelo art. 4-A da Lei nº 6.404, de 1976, **não é permitida a desistência da OPA pelo ofertante, salvo se adotar o procedimento alternativo a que se refere o art. 32.**

Parágrafo único. **A revisão do preço da OPA deve seguir os procedimentos estabelecidos nos arts. 27 e 28.**" (grifos nossos)

44. Verifica-se então que os procedimentos a serem observados no âmbito do processo de revisão do preço da OPA por aumento de participação são aqueles previstos pelos arts. 27 e 28 da Resolução CVM 85, que são aplicáveis também às OPA para cancelamento de registro, nos seguintes termos:

"Art. 27. Na hipótese de revisão do preço da OPA, na forma prevista no art. 4-A da Lei nº 6.404, de 1976, e desde que não haja desistência do ofertante, o leilão deve ser iniciado pelo novo preço e deve ser divulgado aviso de fato relevante informando sobre a revisão do preço e a manutenção ou desistência da OPA.

Art. 28. Na revisão do preço da OPA deve ser adotado o seguinte procedimento:

I - o pedido de convocação da assembleia especial de acionistas titulares de ações em circulação, **devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado**, deve ser formulado no prazo de 15 (quinze) dias, contado da divulgação do valor da oferta pública, nos termos do § 1º do art. 4º-A da Lei nº 6.404, de 1976, e suspenderá o curso do processo de registro ou, se já concedido este, o prazo do edital da OPA, adiando o respectivo leilão, devendo o ofertante providenciar a divulgação de aviso de

fato relevante dando notícia do adiamento e da data designada para a assembleia especial;

II - caso a assembleia especial delibere pela não realização de nova avaliação da companhia, deve ser retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, cabendo ao ofertante providenciar, nesta última hipótese, a divulgação de aviso de fato relevante, com a nova data de realização do leilão;

III - caso a assembleia delibere pela realização de nova avaliação, **e o laudo de avaliação venha a apurar valor igual ou inferior ao valor inicial da OPA, deve ser retomado o curso do processo de registro**, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, cabendo ao ofertante providenciar, nesta última hipótese, a divulgação de aviso de fato relevante, com a nova data de realização do leilão; e

IV - caso a assembleia especial delibere pela realização de nova avaliação, **e o laudo de avaliação venha a apurar valor superior ao valor inicial da OPA, o ofertante deve divulgar, no prazo de 5 (cinco) dias, a contar da apresentação do laudo, aviso de fato relevante, informando se mantém a OPA ou dela desiste**, esclarecendo, na primeira hipótese, que será retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, cabendo ao ofertante providenciar, nesta última hipótese, a divulgação de aviso de fato relevante, com a nova data de realização do leilão e o novo preço.

§ 1º O prazo de 15 (quinze) dias referido no inciso I somente se inicia após a entrega do laudo de avaliação original à CVM, ou após a sua disponibilização na forma do § 6º abaixo, se esta ocorrer antes, devendo o ofertante divulgar aviso de fato relevante, dando notícia de tal entrega.

§ 2º **O laudo de avaliação de revisão deve ser elaborado por sociedade que atenda aos requisitos dos §§ 1º e 2º do art. 9º, e observar todos os requisitos estabelecidos no Anexo C.**

§ 3º A assembleia especial que deliberar pela realização de nova avaliação deve nomear o responsável pela elaboração do laudo, aprovar-lhe a remuneração, estabelecer prazo não superior a 30 (trinta) dias para o término dos serviços e determinar que o laudo seja encaminhado à companhia objeto, na pessoa de seu diretor de relações com investidores, à entidade administradora do mercado organizado em que deva realizar-se o leilão e à CVM, no formato específico por esta indicado.

§ 4º A administração da companhia objeto deve colaborar com o avaliador, visando à disponibilidade dos elementos necessários à elaboração do laudo de avaliação.

§ 5º A instituição responsável pela elaboração do laudo de avaliação deve ainda, na mesma data da entrega do laudo à CVM, comunicar à instituição intermediária o resultado da avaliação, para que esta e o ofertante adotem as providências cabíveis, dentre aquelas previstas nos incisos III e IV do caput.

§ 6º O laudo de avaliação de que trata este artigo deve ser disponibilizado nos mesmos lugares, e no mesmo formato, do laudo de avaliação de que trata o art. 9º.

§ 7º **A ata da assembleia especial a que se refere este artigo deve indicar o nome dos acionistas que votarem a favor da proposta de realização de nova avaliação, para efeito de eventual aplicação do § 3º do art. 4-A da Lei nº 6.404, de 1976.**" (grifos nossos)

45. Voltando ao caso concreto, na visão do Recorrente, o pleito de convocação da assembleia especial que deliberou pela contratação de nova avaliação não observou a regulamentação aplicável, uma vez que não teria sido "*devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado*", nos termos do § 1º do art. 4º-A da LSA.

46. Sobre esse tema, conforme já nos manifestamos junto às partes no âmbito do presente Processo, nosso entendimento é no sentido de que o §1º do art. 4º-A da LSA apresenta critérios objetivos previstos para a requisição "*(...) aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia (...)*", quais sejam, (i) requerimento tempestivo e (ii) "*(...) devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado (...)*".

47. Nesse sentido, tendo sido o pedido de convocação da referida Assembleia apresentado tempestivamente, fundamentado e acompanhado dos elementos de convicção que demonstrem falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, **sem qualquer característica que possa de pronto denotar um erro ou um aspecto que seja desarrazoado no pleito em questão, entendemos que não caberia à CVM realizar julgamento sobre os elementos de convicção apresentados, sendo esses elementos, além de requisitos objetivos para justificar o pleito de nova avaliação, subsídios para instruir a participação dos acionistas minoritários da Companhia na assembleia especial a ser realizada, ponderando o risco de uma nova avaliação resultar em um valor inferior ao da primeira avaliação e obrigar tais acionistas a ressarcirem a Companhia pelos custos dessa nova avaliação.**

48. Corroborar com esse entendimento, a nosso ver, o voto do ex-diretor Wladimir Castelo Branco Castro, abaixo transcrito parcialmente, no precedente da OPA Unificada para cancelamento de registro e por alienação de controle de Rhodia Ster S.A. - Processo CVM nº RJ-2002-7753, acompanhado de forma unânime pelo Colegiado da CVM, em reunião na data de 17/04/2003, sendo esclarecedor a respeito do tema em questão:

"Assim, como previsto nos artigos 4º e 4º -A da Lei Societária - e disciplinado nos artigos 23 e 24 da Instrução CVM 361 - nos casos em que há divergência entre acionistas e ofertantes acerca do valor da companhia, é facultado aos primeiros, desde que reúnam, no mínimo, 10% das ações em circulação no mercado, a convocação de assembleia especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação ou a adoção de novo critério de avaliação da empresa.

*Ora, entendo que não seria compatível com uma abordagem sistêmica da Lei que coubesse à CVM avaliar o preço da OPA em casos de alienação de controle, já que, como visto na extensa transcrição da Lei aí acima, **quando se trata de cancelamento de registro, o preço da OPA é avaliado e discutido interna societatis, funcionando a CVM como mero disciplinador do disposto nos artigos 4º e 4º-A**, que trata do registro de companhia aberta e de seu cancelamento.*

Vale repisar que a CVM, ao regular a realização das ofertas públicas, dispôs, na parte geral da Instrução 361, não ser de sua competência aferir o preço ofertado pelas ações objeto de OPA" (grifo nosso)

49. Portanto, caberia à CVM, como mero disciplinador do disposto nos arts. 4º e 4º-A da LSA, regulamentar o procedimento com relação a prazos e efeitos no âmbito da OPA, o que fez por meio dos arts. 27, 28 e 31 da Resolução CVM 85, bem como supervisionar sua observância no âmbito dos casos concretos, sem, contudo, interferir na discussão sobre o preço em si, o que envolveria analisar a justeza das premissas utilizadas em um laudo de avaliação.

50. Nada obstante, caberia a CVM, como fez no presente caso, observar se foram objetivamente apresentados elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado na confecção do laudo de avaliação, verificando se seriam tais elementos desprovidos de qualquer razoabilidade, o que, se fosse o caso, justificaria a interferência da CVM no sentido de manifestar entendimento de que os critérios estabelecidos pelo § 1º do art. 4º-A não teriam sido objetivamente observados, cabendo à Companhia tomar as providências cabíveis no âmbito da assembleia que porventura tenha sido realizada com vício.

51. De outra forma, caso fosse o papel da CVM discutir se uma premissa é melhor do que a outra, estaria a Autarquia, indiretamente, discutindo o preço da Oferta, o que fugiria de sua competência, conforme vimos acima. Em nosso entendimento, o papel da CVM na análise de um laudo de avaliação se restringe aos aspectos objetivamente estabelecidos na Resolução CVM 85, verificando a suficiência de seu conteúdo e seu alinhamento em relação às informações publicamente divulgadas pela companhia objeto, nos termos do art. 4º do Anexo C da mesma Resolução ("*As informações constantes do laudo de avaliação devem ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral*").

52. Nesse sentido, o Parecer de Orientação CVM nº 01/78, apesar de tratar do tema "*Preço de emissão de novas ações fixado em função do "valor econômico" da ação - hipótese de diluição "justificada" da participação dos antigos acionistas*", elucida questão conceitual importante para o presente caso, qual seja, que a CVM não deve julgar o mérito das avaliações dos preços das companhias, nos seguintes termos:

"13. Por último, como nenhum órgão regulador do mercado de valores mobiliários deve arvorar-se em avaliador de preços de mercado, não será intenção da CVM pretender entrar no mérito do preço de emissão de ações, interferindo, deste modo, no mercado. O que a CVM exigirá, no entanto, é que o preço de emissão das novas ações seja sempre justificado, de maneira clara e precisa, por ocasião da assembléia geral que deliberar sobre a autorização do aumento de capital. Se atribuída à fixação de tal preço ao conselho de administração da companhia, a justificativa do preço deverá constar, igualmente clara e precisa, do parecer que vier a ser expedido pelo Conselho."

53. Por outro lado, da análise dos demais dispositivos da Resolução CVM 85 que se aplicam ao laudo de avaliação, verifica-se que o referido documento deve refletir a opinião do avaliador sobre o valor ou intervalo de valor da companhia avaliada. Assim, cabe ao avaliador, seguindo sua opinião, adotar a metodologia de avaliação que julgar mais apropriada para a situação em que se encontra a companhia avaliada, bem como as premissas a serem utilizadas no emprego da metodologia escolhida.

54. Em nosso entendimento, o real valor intrínseco de uma companhia é decorrência da interação complexa de muitos fatores financeiros e econômicos, muitos de difícil observação. Assim, cabe ao avaliador, utilizando seu conhecimento e sua experiência, emitir sua opinião, estimando o valor de uma companhia.

55. Cabe ainda observar que, dependendo da metodologia utilizada em um laudo de avaliação, o valor apurado de uma companhia poderá ser muito sensível às premissas adotadas. Por exemplo, na metodologia do fluxo de caixa descontado, que tem por objetivo capturar as perspectivas futuras de uma companhia, metodologia amplamente adotada, inclusive no presente caso, a discordância entre as opiniões de dois diferentes avaliadores sobre alguns fatores não exaustivos, como o custo médio ponderado de capital da companhia avaliada, sua projeção de receitas ou de "Capex", pode alterar de forma muito significativa o valor apurado como justo.

56. Nesse sentido, ainda que o pleito de convocação de assembleia especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação elenque como "*elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado*" questões relacionadas a premissas adotadas que já foram utilizadas em outras avaliações sem qualquer questionamento, havendo com relação a tais premissas um grau de incerteza que possa tornar razoável o argumento de que outra premissa poderia ser melhor empregada, já seria o suficiente, em nosso entendimento, para justificar o pleito em questão, legitimando a discussão "*interna societatis*" que a própria Lei prevê.

57. Adicionalmente, cabe observar que o próprio § 1º do art. 4º-A da LSA prevê a possibilidade de convocação de assembleia pelos próprios detentores de ações em circulação, nos casos em que a companhia não atenda ao pleito realizado pelos acionistas minoritários, o que, em nosso entendimento, demonstra que eventual discordância relativa à fundamentação para convocação desta assembleia não teria o poder de obstar sua realização.

58. Verifica-se ainda que, em caso de realização de nova avaliação e sendo apurado o valor das ações objeto superior ao apontado pelo laudo de avaliação original, a regulamentação não permite que o ofertante de uma OPA por aumento de participação desista da OPA, o que é possível em uma OPA na modalidade "para cancelamento de registro", salvo se, alternativamente, realize o procedimento de devolução do excesso de participação adquirida, previsto no art. 32 da Resolução CVM 85, já transcrito no parágrafo 3.

"Art. 31. Na hipótese de revisão do preço da OPA, na forma prevista pelo art. 4-A da Lei nº 6.404, de 1976, não é permitida a desistência da OPA pelo ofertante, salvo se adotar o procedimento alternativo a que se refere o art. 32."

59. A impossibilidade de desistência da OPA por aumento de participação, quando a nova avaliação apura o preço das ações objeto superior àquele estabelecido por meio do laudo de avaliação original, decorre naturalmente do fato de que o ofertante já adquiriu "*(...) ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes (...)*", nos termos do §6º do art. 4º da LSA, sendo assim assegurada em Lei a necessidade de conceder uma oportunidade de desinvestimento a preço justo aos acionistas que foram prejudicados por esse movimento do controlador ou vinculados.

60. Quanto ao procedimento de devolução do excesso de participação adquirida, verifica-se da leitura do disposto no art. 32 da Resolução CVM 85 que tal procedimento poderia ser realizado em 3 meses, podendo ser prorrogado, uma única vez pela CVM, caso "*(...) verifique, a requerimento do interessado, que a alienação de todo o bloco no prazo inicial pode afetar significativamente as cotações das ações no ambiente de mercado organizado em que estejam admitidas à negociação*", nos termos do § 4º do mesmo artigo.

61. No entanto, tendo em vista que o procedimento de devolução do excesso de participação adquirida pode ter impacto muito significativo nas cotações das ações de uma companhia, dependendo do número de ações a serem alienadas e da liquidez dessas ações, verificamos que, em caso precedente (Procedimento alternativo à realização de OPA por aumento de participação de Biosev S.A., Processo RJ-2014-3389), devidamente fundamentado, o Colegiado da CVM, em decisão datada de 30/06/2014, conforme retificada em 03/07/2014, abaixo transcritas, autorizou a concessão de prazo adicional para a devolução do excesso de participação do controlador de uma companhia aberta.

"PEDIDO DE AUTORIZAÇÃO PARA ADOÇÃO DE PROCEDIMENTO ALTERNATIVO À REALIZAÇÃO DE OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO - BIOSEV S.A. E OUTROS - PROC. RJ2014/3380

Reg. nº 9117/14
Relator: SRE/GER-1

Trata-se de pedido formulado pela Biosev S.A. ("Biosev" ou "Companhia") e seu acionista controlador, Hédera Investimentos e Participações Ltda. ("Hédera" ou "Acionista Controlador"), para a realização de procedimento alternativo à OPA por aumento de participação, nos termos do art. 28 da Instrução CVM 361/2002.

Em seu pedido, a Companhia e a Hédera ("Requerentes") solicitam que o excesso de participação que venha a ser adquirido em razão do exercício das opções de venda lançadas por esta última por ocasião da oferta pública primária de ações de emissão da Biosev ("Opções") possa ser alienado no prazo de 24 (vinte e quatro) meses.

Os Requerentes solicitam o prazo adicional para a alienação com base no §4º do art. 28 da Instrução CVM 361/2002 ("Instrução 361"), e justificam sua necessidade em razão "do momento atual de mercado e das dificuldades enfrentadas por todos os agentes, reduzida liquidez e o alto grau de insegurança para tomada de decisão por parte dos investidores", ponderando ainda que, para a recomposição em questão, talvez seja "necessária a eventual realização de oferta, que exige algum tempo para sua devida estruturação".

A Superintendência de Registros de Valores Mobiliários - SRE, por meio do Memo/SRE/GER-1/Nº 46/2014, manifestou-se favoravelmente à solicitação dos Requerentes, por entender que:

(i) a regra constante do §4º do art. 28 da Instrução 361 não decorre de comando legal, mas de regulamentação própria da CVM, cabendo a autarquia sopesar os princípios da proporcionalidade e razoabilidade nos casos concretos;

(ii) a fim de recompor o percentual mínimo de 25% de ações em circulação exigido no Novo Mercado, a Hédera obteve autorização da BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias

e Futuros ("BM&FBOVESPA") para alienar o percentual correspondente a 1,56% de capital social da Biosev no prazo de 12 (doze) meses do exercício das Opções;
(iii) caso as demais ações necessárias para se atender ao caput do art. 28 da Instrução 361 (equivalente à 2,68% do capital social) sejam alienadas no mesmo período autorizado pela BM&FBOVESPA, a cotação das ações da Biosev poderá ser negativamente impactada, pois seria um total de 8.783.417 ações (aproximadamente 18,12% das ações em circulação após o exercício das Opções) a serem devolvidas ao mercado em prazo de 12 (doze) meses.

Além disso, a SRE observou que o deferimento do pleito não interfere na obrigação de recompor o percentual de 25% de ações em circulação da Biosev previsto pelo Regulamento do Novo Mercado no prazo de 12 (doze) meses, conforme autorizado pela BM&FBovespa.

O Colegiado deferiu, por unanimidade, o pedido dos Requerentes, concedendo, no entanto, prazo de 18 (dezoito) meses para a alienação do excesso de participação, nos termos do art. 28 da Instrução 361, tendo reforçado a necessidade de se recompor o percentual de 25% de ações em circulação no prazo de 12 (doze) meses."

"RETIFICAÇÃO DA ATA DO DIA 30.06.14 - PEDIDO DE AUTORIZAÇÃO PARA ADOÇÃO DE PROCEDIMENTO ALTERNATIVO À REALIZAÇÃO DE OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO - BIOSEV S.A. E OUTROS - PROC. RJ2014/3380

Reg. nº 9117/14

Considerando que a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE apontou, por intermédio da Superintendência Geral - SGE, a existência de erro material no MEMO/SRE/GER-1/Nº 46/2014 no que diz respeito ao prazo autorizado pela BM&FBovespa para recomposição do percentual de 25% de ações em circulação da BIOSEV, o Colegiado deliberou retificar sua decisão de [30.06.14](#), para correção de tal erro material.

Neste sentido, o Colegiado determinou que todas as referências ao prazo de "12 meses" de sua decisão de [30.06.14](#) devem ser substituídas pela referência a "6 meses".

62. Voltando ao caso concreto objeto do Recurso, entendemos que o pedido de convocação da Assembleia Especial atendeu objetivamente a todos os requisitos legais previstos no §1º do art. 4º-A da LSA, pois foi tempestivo e "(...) fundamentado e acompanhado dos elementos de convicção que demonstrem falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado", apresentando assim subsídios para instruir a participação dos acionistas minoritários da Companhia na assembleia especial a ser realizada.

63. Sobre o entendimento acima, cabe esclarecer que não consideramos desprovidos de qualquer razoabilidade os elementos de convicção apresentados no pedido de convocação da Assembleia Especial, os quais foram explicitados no parágrafo 15 acima, como: (i) a discordância em relação à previsão de crescimento real nulo da Companhia; e (ii) a utilização de um prêmio de tamanho no cálculo do custo médio ponderado do capital da Companhia; tendo em vista a posição competitiva da Companhia no mercado em que atua, seu crescimento real em anos anteriores, o crescimento real do PIB esperado e o fato de haver estudos que indicam que a utilização de um prêmio de tamanho no cálculo do custo de capital próprio não ser adequada para algumas empresas, sendo assim legítimo que acionistas titulares de ações em circulação considerem a opinião do avaliador original como imprecisa no que tange a essas premissas utilizadas, considerando que foram apresentados fundamentos que justificam a opção por premissas diferentes, denotando, na visão desses acionistas, uma falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado.

64. Nesse sentido, entendemos que não cabe à CVM realizar julgamento sobre os elementos de convicção apresentados, pois, caso o fizesse, estaria indiretamente avaliando e discutindo o preço da OPA, que deve ser assunto "*interna societatis*", conforme voto do ex-diretor Wladimir Castelo Branco Castro na OPA Unificada de Rhodia Ster, já transcrito no parágrafo 48.

65. Do mesmo modo, entendemos que afirmações da Recorrente como "*A utilização do prêmio de risco por tamanho não subestima a realidade da Eucatex - antes, a reflete (...)*", não devem ser objeto de julgamento da CVM, sendo a Assembleia Especial o fórum adequado para a discussão e avaliação dessa afirmação.

66. Assim, não cabe à CVM substituir a Assembleia Especial, em sua prerrogativa de julgar o quanto os elementos de convicção apresentados para demonstrar falha ou imprecisão no laudo de avaliação original refletem ou não a realidade da Companhia, sob o risco, cumpre lembrar, de os acionistas que votaram favoravelmente à realização de nova avaliação terem que restituir a Companhia dos custos do novo laudo.

67. Ademais, sobre a seguinte afirmação da Recorrente:

"56. Como se sabe, a legislação em vigor determina diversos mecanismos em proteção aos acionistas minoritários, imputando àqueles que votarem a favor de nova avaliação apenas o ônus de arcar com o reembolso pelos custos incorridos na contratação do segundo avaliador caso a avaliação seja igual ou inferior ao preço da OPA.

57. No entanto, tal mecanismo é frágil, pois não determina qualquer forma específica de contestação do Ofertante ao segundo laudo produzido, dependendo este única e exclusivamente da competência técnica e da idoneidade do novo avaliador, ambos critérios aos quais a Meden Consultoria não atende."

68. Cabe observarmos que a Meden, em sua manifestação protocolada na CVM em 14/07/2023, já transcrita no parágrafo 22, demonstrou ter experiência comprovada na avaliação de companhias abertas, cumprindo assim os requisitos constantes dos §§ 1º e 2º do art. 9º da Resolução CVM 85, transcritos no parágrafo

40.

69. Ademais, ressaltamos que mesmo que a Recorrente não possa contestar as opiniões do avaliador no âmbito do segundo laudo de avaliação, caso o referido laudo siga corretamente o regramento previsto na Resolução CVM 85, em especial em seu anexo C, a Recorrente teria a possibilidade de desistir de lançar a OPA, caso se comprometa a realizar o procedimento de devolução de excesso de liquidez previsto no art. 32 da Resolução CVM 85, já descrito no parágrafo 38, sendo ainda possível, a depender da situação fática da Companhia, apresentar pleito ao Colegiado da CVM, devidamente justificado, de concessão de prazo adicional para a devolução do excesso de participação, em linha com o precedente citado no parágrafo 61.

70. Considerando os aspectos da regulamentação acima abordados, entendemos que há um equilíbrio nos direitos e obrigações previstos para ofertantes e acionistas minoritários, no âmbito de uma OPA por aumento de participação, o que pode ser demonstrado a partir da leitura das etapas abaixo listadas:

(i) a obrigação de se realizar a OPA advém de uma ação espontânea do acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, ao adquirir ações em circulação acima de determinado patamar previamente conhecido;

(ii) a OPA deve ser realizada a preço justo, baseado inicialmente em laudo de avaliação contratado pelo ofertante;

(iii) havendo, na visão dos acionistas minoritários detentores de pelo menos 10% das ações em circulação, falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado com relação ao laudo contratado pelo ofertante, pode ser pleiteada junto à companhia objeto a convocação de assembleia especial de detentores de ações em circulação para deliberar sobre a contratação de nova avaliação;

(iv) não sendo a referida assembleia convocada em 8 dias a partir do pleito de convocação, podem os próprios acionistas minoritários convocar tal assembleia, sem que a companhia objeto possa obstar sua realização, ainda que discorde dos elementos de convicção apresentados;

(v) no âmbito de tal assembleia, os acionistas minoritários ponderarão, à luz: (a) dos elementos de convicção que demonstrem falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado com relação ao laudo contratado pelo ofertante; e (b) do risco de terem que ressarcir a companhia objeto dos custos de elaboração do novo laudo, deliberar pela contratação ou não do novo avaliador;

(vi) uma vez contratado o novo avaliador, caso o novo laudo traga como preço justo um valor superior àquele apontado pelo laudo original, o ofertante terá 5 dias para decidir se mantém a OPA, majorando seu preço, ou dela desiste, se comprometendo a adotar o procedimento de devolução de liquidez previsto no art. 32 da Resolução CVM 85, podendo ser pleiteada pelo ofertante a prorrogação do prazo ordinariamente previsto no referido artigo;

(vii) por outro lado, caso o novo laudo traga como preço justo um valor inferior àquele apontado no laudo original, a OPA é retomada pelo seu preço original e os acionistas minoritários que votaram favoravelmente à contratação do novo laudo deverão ressarcir à companhia objeto os custos incorridos com a contratação do novo avaliador.

71. A prevalecer o entendimento da Recorrente, seria necessária a comprovação irrefutável por parte dos acionistas minoritários de que o Laudo de Avaliação original contém algum erro ou imprecisão para que se convoque a Assembleia Especial, o que em nosso entendimento restringiria severamente o único mecanismo de defesa dos minoritários. Isso porque, sendo um laudo de avaliação o reflexo da opinião de um avaliador, cujas premissas envolvem aspectos subjetivos, dificilmente seria possível comprovar de forma inquestionável que determinado aspecto do laudo seria falho ou impreciso.

72. Dessa forma, com base em todo o exposto acima, mantemos nosso entendimento de que o pedido de convocação da Assembleia Especial foi legítimo por ter observado de forma estrita os requisitos legais previstos no § 1º do art. 4º-A da LSA, o que inclui a apresentação dos elementos de convicção demonstrando falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, cabendo à CVM o papel de disciplinador do rito de revisão de preço, garantindo que tenham sido observados os aspectos formais previstos, deixando que a discussão sobre o preço, que inevitavelmente envolve as premissas utilizadas no laudo de avaliação original, fique a cargo dos acionistas minoritários, uma vez que trata-se de discussão "*interna societatis*".

IV. Conclusão

73. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ratificando nosso entendimento de que o pedido de convocação de assembleia especial prevista no art. 4º-A da Lei 6.404/76, apresentado por Argucia Capital Gestão de Recursos Ltda., em nome de determinados Fundos de Investimento por ela geridos, para a escolha da instituição responsável pela elaboração de nova avaliação de Eucatex S.A. - Indústria e Comércio foi legítimo por ter atendido estritamente a todos os requisitos formais previstos no § 1º do art. 4º-A da LSA.

[1] "Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do

art. 4º."

[2] "Art. 28. Na revisão do preço da OPA deve ser adotado o seguinte procedimento:

I - o pedido de convocação da assembleia especial de acionistas titulares de ações em circulação, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, deve ser formulado no prazo de 15 (quinze) dias, contado da divulgação do valor da oferta pública, nos termos do § 1º do art. 4º-A da Lei nº 6.404, de 1976, e suspenderá o curso do processo de registro ou, se já concedido este, o prazo do edital da OPA, adiando o respectivo leilão, devendo o ofertante providenciar a divulgação de aviso de fato relevante dando notícia do adiamento e da data designada para a assembleia especial;

II - caso a assembleia especial delibere pela não realização de nova avaliação da companhia, deve ser retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, cabendo ao ofertante providenciar, nesta última hipótese, a divulgação de aviso de fato relevante, com a nova data de realização do leilão;

III - caso a assembleia delibere pela realização de nova avaliação, e o laudo de avaliação venha a apurar valor igual ou inferior ao valor inicial da OPA, deve ser retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, cabendo ao ofertante providenciar, nesta última hipótese, a divulgação de aviso de fato relevante, com a nova data de realização do leilão; e

IV - caso a assembleia especial delibere pela realização de nova avaliação, e o laudo de avaliação venha a apurar valor superior ao valor inicial da OPA, o ofertante deve divulgar, no prazo de 5 (cinco) dias, a contar da apresentação do laudo, aviso de fato relevante, informando se mantém a OPA ou dela desiste, esclarecendo, na primeira hipótese, que será retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, cabendo ao ofertante providenciar, nesta última hipótese, a divulgação de aviso de fato relevante, com a nova data de realização do leilão e o novo preço."

[3] EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I - Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 83

[4] <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/brasil/fc01069813.htm>

[5] Disponível em: <https://www.aqr.com/-/media/AQR/Documents/Whitepapers/Fact-Fiction-and-the-Size-Effect.pdf?sc_lang=en>

[6] Disponível em: < <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2015/04/the-small-cap-premium-fact-fiction-and.html>>

[7] Conforme indicado no ITR relativo ao Primeiro Tri, "o grupo de controle da Companhia não sofrerá qualquer alteração com o ingresso do BTG Pactual, tendo sido firmado um acordo de acionistas com o objetivo de delinear temas relacionados à governança corporativa e à transparência a todos os integrantes do mercado, inclusive com a previsão da migração para o segmento de listagem da B3, 'Nível 2'".

[8] EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I - Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 83

[9] O Fato Relevante divulgado no dia 24.01.2023 informa ao mercado a respeito do aumento de participação acionária da Ofertante, ao passo que o Fato Relevante divulgado no dia 18.05.2023 informa a respeito do protocolo do requerimento de registro da Oferta Pública correspondente.

[10] "Art. 4º-A [...] § 3º Os acionistas que requererem a realização de nova avaliação e aqueles que votarem a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública".

[11] Página 5 do Fato Relevante que veiculou os esclarecimentos da Empresa Avaliadora (doc. 06).

[12] Página 5 do Fato Relevante que veiculou os esclarecimentos da Empresa Avaliadora (doc. 06).

[13] Página 6 do Fato Relevante que veiculou os esclarecimentos da Empresa Avaliadora (doc. 06).

[14] FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, v. 33, n. 1, 1993, citado nos esclarecimentos prestados pela Empresa Avaliadora (citado na página 6 do Fato Relevante que veiculou os esclarecimentos da Empresa Avaliadora - doc. 06).

[15] Página 6 do Fato Relevante que veiculou os esclarecimentos da Empresa Avaliadora (doc. 06).

[16] Página 6 do Fato Relevante que veiculou os esclarecimentos da Empresa Avaliadora (doc. 06).

[17] Página 3 do Laudo de Avaliação (doc. 04).

[18] Páginas 7-8 do Fato Relevante que veiculou os esclarecimentos da Empresa Avaliadora (doc. 06).

[19] Páginas 8 e 44 do Laudo de Avaliação (doc. 04).

[20] Página 9 do Fato Relevante que veiculou os esclarecimentos da Empresa Avaliadora (doc. 06).

[21] Decisão do Colegiado da CVM proferida no Processo Administrativo Sancionador CVM no RJ2009/2610, Rel. Dir. Marcos Barbosa Pinto, j. em 28.09.2010.

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 as providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Diogo Luis Garcia, Analista**, em 19/09/2023, às 12:57, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 19/09/2023, às 14:12, com fundamento no art. 6º 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 19/09/2023, às 15:04, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 19/09/2023, às 20:18, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Ofício Interno nº 96/2023/CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 21 de setembro de 2023.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Complemento ao Ofício Interno nº 95/2023/CVM/SRE/GER-1 - OPA por aumento de participação de Eucatex S.A. - Indústria e Comércio - Processo CVM nº 19957.004081/2023-41

Senhor Superintendente,

1. Referimo-nos à interposição de recurso contra entendimento desta área técnica ("Recurso", doc. 1858216), elaborado por Brascorp Participações Ltda. ("Brascorp", "Ofertante" ou "Recorrente"), encaminhada para apreciação do Colegiado da CVM, nos termos do Ofício Interno nº 95/2023/CVM/SRE/GER-1 (doc. 1883023), no âmbito da oferta pública de aquisição de ações ("OPA" ou "Oferta") por aumento de participação de Eucatex S.A. - Indústria e Comércio ("Companhia" ou "Eucatex"), a ser realizada pela Brascorp, cujo pedido de registro se encontra em análise nesta área técnica.
2. A propósito, em 20/09/2023, a Ofertante protocolou na CVM requerimento de desistência do Recurso (1883911).
3. No entanto, cabe observar que o presente Processo se encontra em fase pré-sancionadora, em razão de eventual infração cometida pela Eucatex por retardar a contratação da empresa escolhida para elaborar a nova avaliação da Companhia na assembleia especial realizada em 30/06/2023, nos termos do art. 4º-A da Lei 6.404/76 ("LSA"), conforme relatado nos parágrafos 26 a 28 do Ofício Interno nº 95/2023/CVM/SRE/GER-1.
4. Conforme se verifica da leitura dos parágrafos supramencionados, a Companhia alega ter retardado a contratação da instituição escolhida para elaboração da segunda avaliação por conta dos questionamentos que o Ofertante havia feito junto à CVM sobre eventual inobservância, no âmbito da convocação da citada AGesp, dos requisitos constantes do § 1º do art. 4º-A da LSA, que é exatamente o tema objeto do Recurso, ou seja, seria de suma importância para a melhor condução desse processo pré-sancionador que o Colegiado da CVM enfrentasse o mérito do Recurso, ainda que tenha havido o pedido de desistência.
5. Adicionalmente, entendemos que o tema objeto do Recurso tem

significativa repercussão no mercado, pois trata dos requisitos legais previstos na LSA para a convocação de assembleia especial de acionistas detentores de ações em circulação a fim de deliberar sobre a contratação de nova avaliação e o papel da CVM nesse rito de revisão de preço.

6. Nesse sentido, demonstrando a relevância do tema objeto do Recurso, verificamos que de 2020 até a presente data, 5 OPAs[1], além da Oferta objeto do Recurso, contaram com requerimentos de convocação da assembleia especial prevista no art. 4º-A da LSA, demonstrando que não se trata o procedimento em questão de algo raro, mas sim de direito dos acionistas minoritários que vem sendo comumente exercido.

7. Dessa forma, pelas razões expostas acima e considerando o disposto no art. 5º da Resolução CVM nº 46/2021[2], propomos que o Colegiado da CVM aprecie o tema objeto do Recurso sob a forma de consulta, dando-lhe, nesse sentido, o melhor aproveitamento.

8. Ademais, conforme explicitamos acima, trata-se o presente Processo de um pré-sancionador, o qual deve ser conduzido conforme a Resolução CVM nº 45/2021, que prevê, no § 8º de seu art. 4º[3], que "*O Colegiado pode, de ofício ou a pedido da superintendência, conhecer de tema objeto de recurso sob a forma de consulta, hipótese na qual deverá manifestar-se sobre a matéria.*"

9. Ainda que tal possibilidade se refira a um recurso interposto em face de decisão da Superintendência de "*deixar de lavrar termo de acusação*", conforme se depreende do § 4º do art. 4º em conjunto com o inciso I do caput do mesmo artigo, ambos da Resolução CVM 45, entendemos que, por conta de a questão objeto do Recurso estar também inserida no contexto da eventual infração cometida pela Companhia que justificou a consideração do presente Processo como pré-sancionador, referida possibilidade de apreciar um recurso como consulta pelo Colegiado é reforçada, em nosso entendimento, com base no citado dispositivo.

10. Por todo o acima exposto, em complemento ao Ofício Interno nº 95/2023/CVM/SRE/GER-1, propomos o reenvio do presente Processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM sob a forma de consulta, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, solicitando a confirmação do entendimento desta área técnica, conforme exposto por meio do mencionado, de que cabe à CVM o papel de disciplinador do rito de revisão de preço, garantindo que tenham sido observados de forma estrita os requisitos legais previstos no § 1º do art. 4º-A da LSA, o que inclui a apresentação dos elementos de convicção demonstrando falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, deixando que a discussão sobre o preço, que inevitavelmente envolve as premissas utilizadas no laudo de avaliação original, fique a cargo dos acionistas minoritários, uma vez que trata-se de discussão "*interna societatis*".

[1] 1 - OPA por aumento de participação de Rede Energia S.A. (19957.008086/2020-08);

2 - OPA por aumento de participação de Monteiro Aranha S.A. (19957.005391/2020-30);

3 - OPA por alienação de controle de Fertilizantes Heringer S.A. - Em recuperação judicial (19957.003983/2022-89);

4 - OPA para cancelamento de registro de IGB Eletrônica S.A. - Em recuperação judicial (19957.011851/2022-21); e

5 - OPA para cancelamento de registro de Têxtil Renauxview S.A. (19957.000972/2023-28)

[2] "Art. 5º O recurso deve ser analisado de modo a que lhe seja dado o melhor aproveitamento e efetividade."

[3] "Art. 4º (...)

§ 8º O Colegiado pode, de ofício ou a pedido da superintendência, conhecer de tema objeto de recurso sob a forma de consulta, hipótese na qual deverá manifestar-se sobre a matéria."

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 as providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Diogo Luis Garcia, Analista**, em 21/09/2023, às 14:43, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 21/09/2023, às 14:46, com fundamento no art. 6º 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 21/09/2023, às 15:00, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 21/09/2023, às 15:34, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1884158** e o código CRC **71F002A5**.
This document's authenticity can be verified by accessing
https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1884158** and the "Código CRC" **71F002A5**.

Referência: Processo nº 19957.004081/2023-41

Documento SEI nº 1884158