



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 5/2024/CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 11 de janeiro de 2024.

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 expediente encaminhado à CVM em 03/01/2024, por Argucia Capital Gestão de Recursos Ltda. ("Recorrente" ou "Argucia"), em nome de determinados Fundos de Investimento por ela geridos, acionistas da Eucatex S.A. - Indústria e Comércio ("Companhia" ou "Eucatex"), solicitando a suspensão de sua oferta pública de aquisição de ações ("OPA" ou "Oferta") por aumento de participação, a ser realizada em observância ao art. 4º, §6º da Lei nº 6.404/76 (LSA) tendo a Brascorp Participações Ltda. como ofertante ("Ofertante"), cujo pedido de registro foi deferido por esta área técnica em 18/12/2023, sob o número CVM/SRE/OPA/AUM/2023/001.

2. Destaque-se que, de modo a dar o melhor aproveitamento ao pleito de suspensão em questão, evitando interferir no curso da OPA, recepcionamos referido pleito como interposição de recurso contra o deferimento do registro da OPA, nos termos da Resolução CVM nº 46/21 ("Resolução CVM 46"), sem no entanto determinar a suspensão ou paralisação de seu andamento, permanecendo o leilão da Oferta previsto para ocorrer em 19/01/2024, conforme Edital divulgado pela Ofertante em 20/12/2023, tendo como objeto 594.235 ações ordinárias de emissão da Companhia, equivalentes a 1,90% do total de ações que compõem o seu capital social.

3. Paralelamente ao Processo que tratou da análise do pedido de registro da Oferta, foi instaurado o Processo 19957.004400/2023-18 para tratar de reclamações de acionistas em relação à OPA e ao laudo de avaliação, as quais foram consideradas na análise do referido pedido de registro, ensejando, inclusive, a elaboração de diversas exigências que, em nosso entendimento, foram integralmente atendidas pela Ofertante e pela instituição responsável pela elaboração do laudo de avaliação e refletidas na documentação da Oferta.

4. Conforme será visto nas seções a seguir, a Recorrente alega que o laudo de avaliação da Companhia, elaborado pela Meden Consultoria Empresarial Ltda. ("Meden" ou "Avaliador") após a realização do procedimento de revisão do preço de OPA previsto no art. 4º-A da LSA indicaria "um valor de avaliação da Companhia que se fundamenta em premissas incompatíveis entre si e que demonstram uma tentativa de subavaliar a Companhia para a finalidade da OPA", razão pela qual o recorrente pleiteia a "(...) adoção do expediente previsto no Artigo 4º, § 2º, II, da Resolução CVM nº 85, de 2022, determinando-se a suspensão da OPA até a retificação das irregularidades (...) apontadas".

II. Características da OPA

5. Segundo as informações constantes do Edital da OPA publicado em 19/12/2023 (1948304), são objeto da Oferta 594.235 ações ordinárias de emissão da Companhia, que representam a totalidade das suas ações ordinárias em circulação.

6. 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 UHY”) elaborado pela 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 (“UHY”), contratada pela Ofertante. Em 1º de junho de 2023 a Companhia recebeu pedido de convocação de assembleia especial de acionistas titulares de mais de 10% das ações ordinárias da Companhia em circulação no mercado (“Assembleia Especial”) para deliberar a realização de nova avaliação para determinação do valor justo das ações de emissão da Companhia para fins da Oferta, nos termos do art. 4º-A da Lei das S.A. À luz do pedido de realização da Assembleia Especial, e por força do art. 28, inciso I, da RCVM 85/2022, a Gerência de Registros 1 da CVM (“GER-1”) suspendeu o curso do processo de registro da Oferta nos termos do Ofício n.º 168/2023/CVM/SRE/GER-1, de 6 de junho de 2023. A Assembleia Especial, convocada pela administração da Companhia em atendimento à regulamentação aplicável, foi realizada em 30 de junho de 2023 e os acionistas presentes aprovaram a realização de nova avaliação para determinação do valor de avaliação das ações ordinárias da Companhia, objeto da Oferta, e nomearam a Meden Consultoria Empresarial Ltda. para realizá-la. O laudo de avaliação foi disponibilizado pela Meden Consultoria Empresarial Ltda. à Companhia em 13 de setembro de 2023 (“Laudo de Avaliação”), que apurou o valor justo por ação entre R\$ 12,75 (doze reais e setenta e cinco centavos) e R\$ 14,01 (quatorze reais e um centavo), tendo como ponto médio o valor de R\$ 13,38 (treze reais e trinta e oito centavos), apurado pela metodologia do fluxo de caixa descontado. Na mesma data, a Companhia divulgou fato relevante sobre o assunto. Em 18 de setembro de 2023, a Instituição Intermediária e a Ofertante encaminharam à CVM e à B3 a documentação enviada pela Meden Consultoria Empresarial Ltda., bem como apresentaram versões atualizadas dos documentos da Oferta, incluindo minuta deste Edital. Na ocasião, esclareceu-se que, à luz do resultado do Laudo de Avaliação, a Ofertante ajustou o preço da Oferta e a Companhia e Ofertante divulgaram fatos relevantes noticiando essa reapresentação da documentação da Oferta.

(...)

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."

7. 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.

8. Em 01/06/2023, a Recorrente, 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, requerendo aos seus administradores que convocassem a assembleia especial prevista no art. 4º-A da LSA ("Assembleia Especial"). Nesse requerimento, a Recorrente apresentou elementos de convicção, que, em seu entendimento, demonstravam falha ou imprecisão no laudo de avaliação elaborado pelo avaliador original.

9. A assembleia especial foi realizada em 30/06/2023, sendo a Meden, indicada pela Recorrente, escolhida como avaliadora da segunda avaliação da Companhia, 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 pela Meden.

10. 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 por ação.

III. Histórico do Processo

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

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

13. Em 01/06/2023, a Argucia, enviou carta à Eucatex (1795204) requerendo aos seus administradores que convocassem a assembleia especial prevista no art. 4º-A da LSA.

14. Em 06/06/2023, enviamos o Ofício nº 168/2023/CVM/SRE/GER-1 (1797901) à Ofertante, 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."

15. 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 (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.

16. Em 06/07/2023, a Ofertante protocolou na CVM reclamação ("Reclamação da Ofertante", 1822117), 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.

17. Em 22/08/2023 a Ofertante protocolou na CVM recurso ("Recurso da Ofertante") contra entendimento da SRE, manifestando por meio dos Ofícios nº 217/2023/CVM/SRE/GER-1 (1839862), enviado em 01/08/2023, e nº 219/2023/CVM/SRE/GER-1 (1839936), enviado em 02/08/2023, a respeito da Reclamação da Ofertante.

18. Em 13/09/2023, a 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 a Ofertante teve até o dia 18/09/2023, nos termos do inciso IV do art. 28 da Resolução CVM nº 85/2022 ("Resolução CVM nº 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.

19. 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."

20. Em 19/09/2023, encaminhamos o Ofício Interno nº 95/2023/CVM/SRE/GER-1 (1883023) submetendo o Recurso da Ofertante sobre a escolha de novo avaliador ao Colegiado da CVM.

21. Em 20/09/2023, a Ofertante protocolou na CVM requerimento de desistência de seu recurso (1883911).

22. Em 21/09/2023, tendo em vista a desistência de seu recurso manifestada pelo Ofertante, enviamos o Ofício Interno nº 96/2023/CVM/SRE/GER-1 (1884158) ao Colegiado em complemento ao Ofício Interno nº 95/2023/CVM/SRE/GER-1, nos seguintes termos:

"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"."

23. Em reunião na data de 26/09/2023, o Colegiado da CVM, por unanimidade, decidiu pelo conhecimento do tema objeto do recurso da Ofertante sob a forma de consulta e acompanhou o entendimento da área técnica de que o pedido de convocação de assembleia especial prevista no art. 4º-A da LSA para a escolha da instituição responsável pela elaboração de nova avaliação da Companhia foi legítima por ter observado os requisitos legais previstos no § 1º do art. 4º-A da LSA. Esse entendimento foi comunicado à Ofertante em 27/09/2023, por meio do Ofício nº 271/2023/CVM/SRE/GER-1 (1888800).

24. Em 23/09/2023, a Recorrente protocolou reclamação ("Reclamação da Recorrente", 1886779) na CVM que segue integralmente transcrita abaixo:

"1. Em 13 de setembro de 2023, a Companhia divulgou ao mercado - com mais de um mês de atraso - o laudo ("Laudo Meden") elaborado pela Meden Consultoria ("Meden"). Após a conclusão do trabalho, a Meden atribuiu às ações de emissão da Companhia um valor "entre R\$ 14,01 (quatorze reais e um centavo) e R\$ 12,75 (doze reais e setenta e cinco centavos), tendo como ponto médio o valor de R\$ 13,38 (treze reais e trinta e oito centavos)."

2. Referido valor foi identificado pelo método do fluxo de caixa descontado, conforme descrito no Capítulo III, do Laudo Meden e com base nas premissas indicadas no Anexo IV do documento. Importante destacar que, conforme ressalva apresentada pela Meden: "As projeções foram realizadas considerando as expectativas da administração da Companhia apresentadas na documentação recebida pela Meden Consultoria; [...]."

3. Ocorre que, em breve síntese do que será exposto a seguir, a análise do Laudo Meden revela que ele foi produzido a partir de algumas premissas e projeções informadas pela Companhia que se mostram flagrantemente contraditórias e inconsistentes entre si, levando a uma desvalorização substancial da entidade avaliada.

1. Primeira Inconsistência: a divergência entre a premissa de crescimento e a manutenção do volume de investimento na perpetuidade

4. Apenas para contextualizar, consta do Laudo Meden projeções abrangendo um período de 04 (cinco) anos e 06 (seis) meses, iniciando-se em julho de 2023, tempo no qual a empresa estima que irá atingir o limite de sua capacidade produtiva. Após o ano 2027, foi considerado um período de estabilidade, no qual se entende que não haveria mais variação em seu capital de giro e considerou-se o valor residual da empresa, com crescimento real de 0,0% a.a.

5. Ressalve-se que essas datas são justificáveis, considerando algumas premissas

informadas em relação aos seguimentos de atuação da Companhia. Quanto à produção de fábricas de painéis, conforme informado pela administração da Companhia, não foi considerado crescimento, uma vez que as linhas de produção operam no limite de sua capacidade. No caso do piso laminado, também não foi considerada a possibilidade de crescimento na produção, pois o crescimento nas vendas de pisos implicaria na redução da venda de chapas de MDP. No que se refere ao último setor de atuação da Companhia, tintas, o crescimento será sustentado até o limite da capacidade, previsto para o ano de 2027, sendo que, para o ano de 2023, a utilização da capacidade está em 75%. Ou seja, é utilizada a premissa de que não existe crescimento de produção na Companhia, além de sua capacidade de produção, nem crescimento real de preços em seus produtos, e que o único crescimento de volume e receita considerado no modelo entre 2023 e 2027 seja resultado do crescimento de volume de produção em tintas até que a capacidade total de produção desta seja atingida.

6. Por outro lado, para a projeção de Capex, foi considerado um valor anual de R\$ 251 milhões, conforme expectativas informadas pela administração da companhia, sendo ele alocado da seguinte forma entre investimentos em Imobilizado/Intangível e Investimentos em ativos biológicos:

Estimativas de Capex

	Jul-Dez 23	24	25	26	27	Perpetuidade
Investimento Imobilizado e Intangível	R\$ 29	R\$ 111	R\$ 108	R\$ 105	R\$ 102	R\$ 102
Investimento Ativo Biológico	R\$ 72	R\$ 140	R\$ 143	R\$ 146	R\$ 149	R\$ 149
<i>Depreciação e Amortização</i>	<i>R\$ 47</i>	<i>R\$ 99</i>	<i>R\$ 104</i>	<i>R\$ 110</i>	<i>R\$ 116</i>	<i>R\$ 116</i>
<i>Exaustão Ativo Biológico</i>	<i>R\$ 45</i>	<i>R\$ 89</i>	<i>R\$ 90</i>	<i>R\$ 92</i>	<i>R\$ 94</i>	<i>R\$ 94</i>

7. Sobre a alocação do Capex entre ativo imobilizado e ativo biológico, deve-se frisar que o valor alocado em ativo biológico neste período até 2027 é coerente com o valor investido pelo Eucatex em 2021 (R\$ 124 milhões), 2022 (R\$141 milhões) e no primeiro semestre de 2023 (R\$69 milhões).

8. Os valores atribuídos ao investido em imobilizado e intangível estão em linha com a depreciação, motivo pelo qual não parece haver inconsistências com a premissa de crescimento zero na perpetuidade.

9. Em relação ao Ativo Biológico, a situação é outra e há uma evidente inconsistência. Quando se analisam as estimativas futuras feitas no Laudo Meden, o investimento em Ativo Biológico entre 2023 e 2027 soma R\$650 milhões e é 58% (R\$240 milhões) superior ao montante de exaustão do Ativo Biológico, que totaliza R\$410 milhões no período.

10. E esse hiato é mantido na perpetuidade! A mesma premissa de investimento em Ativo Biológico, 58% superior à exaustão, é apresentada em conjunto com a premissa de crescimento zero na receita e com as estimativas de crescimento do valor justo do Ativo Biológico reportada no Laudo. Trata-se de grave inconsistência, conforme demonstraremos a seguir.

11. Importante ressaltar que a Meden teria tido acesso a um Estudo de Avaliação do Ativo Biológico, fornecido pela administração da Eucatex, com data base de junho de 2023 (p. 30, Laudo Meden), de modo que o utiliza em sua avaliação para as estimativas com relação à evolução do valor do Ativo Biológico da Eucatex entre 2023 e 2027. Esse resultado apresenta uma valorização do Ativo Biológico a Valor Justo em 2027 de 62% (R\$528 milhões), em relação a 2023, sendo que o montante investido acima da Exaustão (R\$240 milhões) gerou uma Atualização a Valor Justo no Ativo Biológico de R\$288 milhões. Os números estão apresentados na tabela abaixo:

Ativo Biológico

	Jul-Dez 23	24	25	26	27
Valor Justo no começo do período	R\$ 847	R\$ 905	R\$ 1.019	R\$ 1.135	R\$ 1.254
Adições	R\$ 72	R\$ 140	R\$ 143	R\$ 146	R\$ 149
Atualização do Valor Justo	R\$ 32	R\$ 62	R\$ 63	R\$ 65	R\$ 66
Exaustão	-R\$ 45	-R\$ 89	-R\$ 90	-R\$ 92	-R\$ 94
Valor Justo no final do período	R\$ 905	R\$ 1.019	R\$ 1.135	R\$ 1.254	R\$ 1.375

12. Assumindo a premissa de crescimento zero no volume de produção utilizada, é de se esperar que o investimento em Ativo Biológico, consistente com essa premissa, seja aquele que permita a manutenção deste ativo no mesmo nível, repondo os Ativos Biológicos Exauridos. Premissa essa que seria em linha com a premissa adequadamente adotada pelo avaliador de considerar a variação de capital de giro na perpetuidade como zero, quando se considera zero seu crescimento de receita.

13. Por outro lado, para que a modelagem do Fluxo de Caixa Descontado seja coerente com o investimento acima da exaustão e com a valorização do Ativo Biológico, é necessário que esse valor gerado seja capturado no Fluxo de Caixa, o que implica em uma combinação de uma ou mais premissas como maiores margens, maior volume de produção, maior volume de venda de ativos florestais ou do aumento do valor deste ativo.

14. Portanto, o resultado apontado pelo Laudo Meden decorre da aceitação de duas premissas absolutamente contraditórias e inconsistentes, informadas pela administração, que implicam em uma falha grave de modelagem e que acaba por subestimar de forma relevante o valor da empresa.

15. Além de não incorporar o benefício de investimentos já realizados no passado no fluxo de caixa, essa inconsistência significa que o montante investido acima da exaustão entre 2023 e 2027 de R\$240 milhões e de R\$550 milhões na perpetuidade, sem contrapartida em receita, foram destruídos, sem nenhum retorno ou geração de ativo biológico. Essa premissa é diametralmente contraditória ao resultado apresentado na evolução do Valor Justo dos Ativos Biológicos dos últimos 3 anos, apresentados no balanço, e de sua projeção para o futuro, que consta no mesmo Laudo de Avaliação e que mostra que este investimento resulta em valor significativamente positivo para a Eucatex.

16. A incompatibilidade entre receita e investimento, ao tentar produzir uma projeção de fluxo de caixa, é erro crasso e apontada pela doutrina como exemplo de inconsistência nas premissas informadas pela administração. Nesse sentido, Aswath Damodaran alerta:

“Um número surpreendente de avaliações utiliza previsões de receita e lucros fornecidas pela administração da empresa. [...] Os riscos são múltiplos: [...] (iii) Finalmente, as previsões gerenciais podem representar um conjunto de premissas que são inconsistentes. Por exemplo, a gerência pode prever um crescimento de receita de 10% ao ano nos próximos dez anos, com pouco ou nenhum novo gasto de capital nesse período.”^[1]

17. No caso do Laudo Meden, a situação é o oposto da situação retratada por Damodaran, entretanto, é igualmente inconsistente. Afinal, há a manutenção de um gasto de capital indicativo de um crescimento de receita, sem que essa se materialize pois – conforme admitido pela própria administração – atingiu-se o limite de produção em todos os seguimentos de atuação da Companhia. Embora o Laudo Meden tenha corrigido parte das falhas que justificaram o pedido de segundo laudo de avaliação, há aqui um erro relevante e que compromete o resultado apontado.

18. Afinal, entre 2021 e junho de 2023, a Eucatex investiu R\$ 334 milhões em ativos biológicos. Considerando uma exaustão (a valor justo) de R\$ 192 milhões, esse investimento gerou R\$215 milhões de atualização de valor justo. Isso se deve, entre outros fatores, ao aumento da área plantada, que saiu de 31,8 mil hectares em áreas de efetivo plantio em dezembro de 2020 para 34,8 mil hectares em áreas de efetivo plantio em junho de 2023 e aos investimentos em silvicultura.

19. Em termos práticos, estima-se que essa inconsistência resulte em um impacto negativo mínimo de R\$ 561 milhões no valor apurado no Laudo de Avaliação, ou R\$ 6,10 por ação.

II. Segunda Inconsistência: a divergência entre os valores apontados no Laudo Meden pelos critérios do fluxo de caixa descontado e o valor patrimonial da empresa

20. Segundo consta do Laudo Meden, a Meden optou pela adoção do método do fluxo de caixa descontado, em que pese apontar o menor dos valores identificados, em comparação com os dois outros métodos comparativos indicados.

21. Não há nenhum erro técnico nesta escolha, entretanto, no caso específico da Companhia, a divergência identificada entre o critério escolhido e o comparativo do patrimônio líquido causa espécie. Observe que o valor do critério adotado é 58% do valor do patrimônio líquido, na data-base de 30 de junho de 2023.

22. Essa diferença causa espécie na medida em que o ativo biológico é marcado a valor justo no balanço da empresa, considerando sua projeção de fluxo de caixa, e é o ativo mais relevante dela, junto com suas propriedades rurais. O mesmo acontece com a metodologia de fluxo de caixa descontado adotada pelo avaliador, que também deve considerar o valor deste ativo, pela mesma metodologia.

23. Entretanto, ao se deparar com tamanha diferença entre o resultado apontado no Laudo Meden e no balanço da empresa, e tendo a Meden informado que recebeu da administração o Teste de Impairment dos ativos da empresa, na data-base de março de 2023, e o Estudo de avaliação do Ativo Biológico, na data-base de junho de 2023, deve-se considerar que ou existe a necessidade de impairment nos ativos da empresa, ou as premissas utilizadas são significativamente diferentes.

24. Como os referidos documentos não foram disponibilizados, não é possível tirar maiores conclusões além do aspecto acima aduzido, qual seja: há inconsistências relevantes nas premissas informadas no Laudo Meden. O que é possível concluir é que, se for admitido que o Laudo Meden adota premissas consistentes, então as demonstrações financeiras deveriam refletir a necessidade de impairment, havendo um problema relevante nas demonstrações financeiras de Eucatex. Em bom português, há aqui o clássico dilema do cobertor curto que fracassa na tentativa de cobrir a cabeça e os pés.

III. Conclusão

25. Como não nos foram tornados públicos documentos e informações mencionados no Laudo Meden, a Meden deveria esclarecer ao regulador os seguintes aspectos:

- De que forma o valor justo gerado pelo investimento realizado pela Eucatex entre 2021 e junho de 2023, em ativos biológicos, acima da exaustão, está refletido em sua projeção de fluxo de caixa?

- É utilizada premissa de investimento em ativos biológicos em montantes acima de sua exaustão. De que forma o retorno sobre esses investimentos está refletido em sua projeção de fluxo de caixa?

- Foi apresentado no Laudo que o investimento em ativos biológicos, em montantes acima de sua exaustão, entre julho de 2023 e dezembro de 2027 gera um impacto positivo de R\$528 milhões no valor justo do ativo biológico investimento. De que forma este valor gerado está refletido em sua avaliação por fluxo de caixa descontado?

- Foi apresentado no Laudo que o investimento em ativos biológicos na perpetuidade ocorre em montante acima de sua exaustão. De que forma o avaliador considera esta premissa consistente com a premissa adotada de crescimento zero na perpetuidade?

- Foi apresentado no Laudo que o investimento em ativos biológicos, em montantes acima de sua exaustão, entre julho de 2023 e dezembro de 2027 gera um impacto positivo de R\$528 milhões no valor justo do ativo biológico investimento, conforme estimado pelo avaliador. Este valor é consistente com o valor que seria encontrado caso fosse adotada a mesma metodologia (e premissas de taxa de desconto e preço de madeira) que a empresa adota em sua avaliação do Ativo Biológico?

- O avaliador pode apresentar o histórico de investimentos realizados pela companhia em ativos imobilizados e intangíveis nos últimos 3 anos e apresentar sua avaliação se o montante estimado para esta linha em seu fluxo de caixa é consistente com o histórico passado recente e com para manutenção de sua capacidade de produção no futuro?

- O avaliador entende que as premissas adotadas pela administração, em seus estudos de impairment e de atualização de valor justo do ativo biológico, são compatíveis com aquelas apresentadas fins de elaboração do Laudo de Avaliação?

26. Sem prejuízo, requer-se a adoção do expediente constante do Artigo 4º, § 2º, II, da Resolução CVM nº 85, de 2022, determinando-se a suspensão da OPA até a retificação das irregularidades acima indicadas."

25. Em 26/09/2023, enviamos à Companhia e à Meden o Ofício nº 268/2023/CVM/SRE/GER-1 (1888142), nos seguintes termos:

"A propósito, solicitamos que a Meden e a Companhia se manifestem sobre as alegações apresentadas por Argucia na Reclamação, cada uma no que couber, devendo ainda a manifestação de Meden considerar as alegações da Reclamante sobre as informações gerenciais utilizadas no Laudo de Avaliação à luz de sua declaração de que "A Meden Consultoria acatou e utilizou as informações gerenciais que julgou serem relevantes e consistentes", constante do Anexo I do referido laudo."

26. Em 28/09/2023, com a continuidade do curso da análise do pedido de registro da OPA, tendo em vista a manifestação do interesse da Ofertante em seguir com a Oferta, majorando seu preço em conformidade com o novo valor apurado no segundo laudo de avaliação da Companhia, encaminhamos o Ofício nº 273/2023/CVM/SRE/GER-1 (1890244) comunicando exigências a serem atendidas para o registro da OPA.

27. Em 10/10/2023, a Companhia e a Meden protocolaram na CVM expedientes (1899373 e 1898964, respectivamente) em resposta ao Ofício nº 268/2023/CVM/SRE/GER-1, apresentando suas respectivas manifestações sobre a Reclamação da Recorrente.

28. Em 06/11/2023, a Recorrente protocolou nova manifestação no âmbito da Reclamação que segue integralmente transcrita abaixo:

"1. A presente Reclamação, formulada no contexto do requerimento de registro da Oferta Pública de Ações ("OPA") promovida pela Brascorp Participações Ltda. ("Ofertante"), baseia-se em evidente inconsistência de premissas apresentadas no laudo de avaliação elaborado pela Meden ("Laudo Meden").

2. A título de parênteses, o Reclamante não é administrador da Companhia, possuindo, portanto, conhecimento limitado às poucas informações gerenciais dela que foram tornadas públicas. Nesse sentido, a única análise que se pode fazer é se o conjunto de informações que subsidiam o laudo de avaliação elaborado mostra-se consistente. No caso, isso não ocorre. Desnecessário consignar que, em um laudo de avaliação realizado por fluxo de caixa descontado, estimativas inconsistentes produzem resultados errados.

3. Conforme apontado, há uma relevante inconsistência na premissa adotada pelo Laudo Meden, na PERPETUIDADE, ao considerar o capex em ativo biológico 58% superior à sua exaustão, sem nenhuma contrapartida em aumento de produção, de receita, lucratividade ou de valor da empresa, ainda que tal valor tenha sido capturado em sua avaliação do ativo biológico, conforme anteriormente demonstrado.

4. As respostas apresentadas a este ponto reforçam a convicção na existência de inconsistência, na medida em que o avaliador e a empresa apresentam entendimentos diferentes e contrários sobre a exaustão. Em bom português, eles "batem cabeça" para tentar explicar a relevante inconsistência acima indicada.

5. O avaliador argumenta que:

"Em relação à discrepância suscitada sobre a exaustão projetada do Ativo Biológico, que poderia parecer discordante dos valores projetados de investimento anteriormente apresentados, entendemos que tal aspecto é natural e decorre do fato de que a exaustão do ativo é calculada com base em seu valor de custo histórico, que, em regra, mostra-se substancialmente inferior em relação aos valores de investimento que são pautados nos valores correntes de mercado." (g.n.)

6. O entendimento do avaliador, portanto, é que a exaustão seria inferior ao capex pois aquela seria apenas uma representação contábil da exaustão de um investimento realizado no passado, com preços defasados em relação aos que seriam praticados hoje, para realizar o capex necessário para a manutenção da produção.

7. Entretanto, conforme depreende-se da manifestação da Meden, essa diferença não seria relevante, pois ela estaria considerando o preço do produto e o capex que a empresa teria informado como necessários para a manutenção da produção. Ora, justamente se este argumento fosse correto, existiria uma grande inconsistência pois ele falha em não considerar, na perpetuidade, a relação correta entre a exaustão do seu ativo biológico (matéria prima para a produção) e seu capex de manutenção.

8. Mais ainda, se a diferença entre o capex e a exaustão apresentada seria resultado da inflação de custos em um determinado período, ela não poderia ser perpetuada! Assumir que seu ativo biológico sempre terá seu custo crescendo em relação ao passado, e considerar que o preço do produto produzido não sofre reajuste, gera uma inconsistência relevante que acaba por subavaliar o preço da companhia.

9. Já a empresa apresenta uma visão oposta, ao afirmar que:

“Como os Ativos Biológicos da Companhia são registrados a valor justo, o valor correspondente à exaustão (corte da floresta para consumo ou venda) deveria corresponder a um fluxo de caixa positivo no mesmo valor. E é exatamente isso que foi considerado pela Meden (pág. 5 do Anexo 4 ao Segundo Laudo de Avaliação)”

10. *Ou seja, enquanto o avaliador entende que “a exaustão do ativo é calculada com base em seu valor de custo histórico”, a empresa entende que “como os Ativos Biológicos da Companhia são registrados a valor justo, o valor correspondente à exaustão (corte da floresta para consumo ou venda) deveria corresponder a um fluxo de caixa positivo no mesmo valor”, ou seja, baseado no preço de mercado atual da madeira!?*

11. *Ora, segundo a empresa, então, a exaustão representaria, na perpetuidade, o valor correspondente em caixa que a empresa receberia pelo corte da madeira, premissa diferente do que o avaliador considerou, pois este entende que esse valor teria sido dado pelo custo histórico desse investimento, e não pelo preço de mercado. Isso é relevante, pois perpetuar um investimento 58% superior ao montante em caixa que receberia por ele destrói valor da companhia e é este o motivo da discrepância entre o valor justo da Eucatex calculado pela Meden e o valor de seu patrimônio líquido.*

12. *A empresa argumenta ainda que:*

“[...] a avaliação dos Ativos Biológicos a valor justo é superior à avaliação a custo para refletir a realidade econômica da atividade agrícola no balanço patrimonial (ou seja a “fotografia” do patrimônio da Companhia na data base); (iii) independentemente do método de avaliação dos Ativos Biológicos no balanço patrimonial, não existe qualquer efeito sobre o fluxo de caixa da Companhia (que seria o “filme” das atividades da Companhia) [...]”

13. *Este argumento da Companhia evidencia que se trata de uma inconsistência, de fato. Afinal, em seu método de avaliação dos ativos biológicos a valor justo, que mostra a “fotografia” deste valor no balanço da empresa e a realidade da atividade agrícola no seu balanço, o valor gerado pelas adições superiores à exaustão são capturados no valor como atualização do valor justo, pois geram valor superior ao seu custo. Importante notar que, conforme a empresa afirma em sua manifestação, a própria natureza do crescimento da floresta e dos investimentos realizados, faz com que a relação entre capex e fluxo de caixa gerado não seja linear no tempo. Mas a avaliação a valor justo realizada pela empresa neste ativo indica que os investimentos realizados estão gerando valor superior ao montante investido, dado o preço atual da madeira e as demais premissas por ela considerada. O avaliador, quando apresenta suas estimativas para a evolução do valor justo dos ativos biológicos, também chega a mesma conclusão, indicando que os investimentos realizados geram um aumento do valor justo dos ativos em montante superior ao montante investido. Entretanto, o avaliador falha ao não ser capaz de considerar corretamente no fluxo de caixa (ou seja, no filme, conforme a metáfora adotada pela Companhia) este valor. Ao mesmo tempo em que reflete o valor gerado pelo investimento no ativo biológico em sua avaliação da evolução do seu valor justo do ativo biológico ao longo do tempo, não é capaz de capturar esse valor ao perpetuar um investimento 58% maior que sua exaustão, ou seja, ao valor em caixa recebido pela companhia pelo corte da madeira, conforme afirma a empresa, destruindo valor na avaliação.*

14. *Pedindo vênia para repetir um ponto que constou da Reclamação, há a manutenção de um gasto de capital com valor econômico positivo, sem que esse se materialize, gerando impacto que explica a discrepância entre o valor justo da Eucatex calculado pela Meden e o valor de seu patrimônio líquido. Embora o Laudo Meden tenha corrigido parte das falhas que justificaram o pedido de segundo laudo de avaliação, há aqui um erro relevante e que compromete o resultado apontado. Nesse sentido, e considerando a divergência no entendimento do avaliador e da companhia em relação ao significado da exaustão, entendemos ser relevante que o avaliador se manifeste sobre a seguinte questão:*

15. *Dado que a empresa afirma que a exaustão deveria corresponder a um fluxo de caixa positivo no mesmo valor, pois este é avaliado a valor justo e a preços de mercado, ficou sem resposta a forma o avaliador capturou em seu fluxo de caixa o valor gerado por um capex na perpetuidade 58% superior ao fluxo de caixa positivo por ele gerado.*

16. *Isto posto, reitera-se o requerimento para que seja adotado o expediente constante do Artigo 4º, § 2º, II, da Resolução CVM nº 85, de 2022, determinando-se a suspensão da OPA até a retificação das irregularidades acima indicadas."*

29. Em 09/11/2023, encaminhamos o Ofício nº 293/2023/CVM/SRE/GER-1 (1913804) à Companhia e à Meden para que "(...) se manifestem [manifestassem] sobre as alegações apresentadas por Argucia na Reclamação, cada uma no que couber".

30. Em 17/11/2023, o Ofertante protocolou expediente (1922738) na CVM, em reposta ao Ofício nº 273/2023/CVM/SRE/GER-1 que comunicou exigências a serem atendidas no âmbito da análise do pedido de registro da Oferta.

31. Em 27/11/2023, a Companhia e a Meden protocolaram na CVM expedientes (1930183 e 1926858, respectivamente) em resposta ao Ofício nº 293/2023/CVM/SRE/GER-1, apresentando suas respectivas manifestações.

32. Em 04/12/2023, tendo em vista o não atendimento integral ao Ofício nº 273/2023/CVM/SRE/GER-1, enviamos o Ofício nº 322/2023/CVM/SRE/GER-1 (1933168) reiterando algumas exigências ainda pendentes para o registro da OPA. Adicionalmente, tendo em vista a Reclamação da Recorrente, bem como as manifestações da Companhia e da Meden sobre essa reclamação, comunicamos a seguinte exigência:

"3. Adicionalmente, solicitamos:

(i) que o Avaliador aprimore o Laudo de Avaliação, tendo em vista os esclarecimentos apresentados por meio de expediente protocolado na CVM em 27/11/2023, em resposta ao Ofício nº 293/2023/CVM/SRE/GER-1. Assim, solicitamos que seja reproduzido no Laudo de Avaliação a tabela constante da página 4 do referido expediente, em que é apresentada uma comparação entre as projeções de crescimento dos ativos e da receita da Companhia até 2027, reproduzindo o esclarecimento apresentado sobre a razão da diferença entre crescimento dos ativos e da receita da Companhia nos anos em que o fluxo de caixa foi projetado, bem como na perpetuidade.

Ademais, solicitamos que seja inserido no Laudo de Avaliação esclarecimento a respeito de qual seria o impacto no resultado da avaliação da Companhia caso fosse igualado, na perpetuidade, o valor da depreciação e exaustão ao valor do capex projetado, e os efeitos desse ajuste no fluxo de caixa da Companhia considerado para a perpetuidade e em consequência em seu valor apurado no laudo. Solicitamos ainda que essa diferença no valor da Companhia seja explicitada no Laudo, esclarecendo se a mesma resultaria ou não em ajustes no preço da Oferta, a depender do impacto que teria no intervalo de valor previsto no inciso IV do art. 14 do Anexo C da Resolução da CVM 85;"

33. Sobre a exigência acima, no que tange ao "(...)esclarecimento a respeito de qual seria o impacto no resultado da avaliação da Companhia caso fosse igualado, na perpetuidade, o valor da depreciação e exaustão ao valor do capex projetado (...)", cabe ressaltar que esse esclarecimento foi solicitado com a intenção de meramente adicionar mais um subsídio para que os acionistas destinatários da OPA tomem suas decisões de venda ou não na Oferta, não significando entendimento por parte da área técnica de que o Laudo de Avaliação apresentava erro na metodologia ou nas premissas utilizadas.

34. Em 07/12/2023, o Ofertante protocolou expediente (1937225) em resposta ao Ofício nº 322/2023/CVM/SRE/GER-1, atendendo integralmente às exigências comunicadas pela SRE para o registro da OPA. Assim, em 18/12/2023, enviamos o Ofício nº 343/2023/CVM/SRE/GER-1 (1944076) comunicando o registro da Oferta.

III. Manifestações da Recorrente, Meden e da Ofertante

III.1 Recorrente

35. De forma a fundamentar seu pleito, em 03/01/2024 a Recorrente encaminhou a seguinte manifestação (1953171):

"1. A título de esclarecimento inicial, parte dos temas ora tratados foram e continuam sendo analisados por essa Superintendência no Processo CVM nº 19957.004400/2023-18, que se anexa apenas para a hipótese de que este Requerimento seja recebido como Recurso ao e. Colegiado da CVM (Anexo 1). Sem prejuízo e até por conta dessa eventualidade, de modo a facilitar a análise dos temas a seguir expostos, os principais aspectos do caso estão sendo aqui repetidos.

2. Nesse sentido, cumpre contextualizar que, em 18 de maio de 2023, a Companhia anunciou ao mercado que o Ofertante requereu o registro da OPA por Aumento de Participação, tendo em vista a aquisição de participações minoritárias detidas por terceiros na Companhia e que implicaram em substancial redução na liquidez das ações preferenciais de emissão da Companhia [2].

3. Consequentemente, em 13 de setembro de 2023, a Companhia divulgou ao mercado o laudo ("Laudo Meden")[3] elaborado pela Meden Consultoria ("Meden"). Após a conclusão do trabalho, a Meden atribuiu às ações de emissão da Companhia

um valor “entre R\$ 14,01 (quatorze reais e um centavo) e R\$ 12,75 (doze reais e setenta e cinco centavos), tendo como ponto médio o valor de R\$ 13,38 (treze reais e trinta e oito centavos).”

4. Referido valor foi identificado pelo método do fluxo de caixa descontado, conforme descrito no Capítulo III, do Laudo Meden e com base nas premissas indicadas no Anexo IV do documento. Importante notar que o Laudo Meden ressalva que: “[a]s projeções foram realizadas considerando as expectativas da administração da Companhia apresentadas na documentação recebida pela Meden Consultoria; [...]”

5. Ocorre que, em breve síntese do que será exposto a seguir e que está sendo analisado no já referido Processo CVM nº 19957.004400/2023-18, a análise do Laudo Meden revela que ele foi produzido a partir de algumas premissas e projeções informadas pela Companhia que se mostram flagrantemente contraditórias e inconsistentes entre si, levando a uma desvalorização substancial da entidade avaliada. Em bom português, o Laudo Meden que embasa o valor da OPA não reflete o valor justo da Companhia e contém falhas técnicas que justificam a imediata suspensão da OPA até que elas sejam sanadas.

6. Esse erro ou, melhor dizendo, essa evidente inconsistência de premissas, está no item Ativo Biológico, especificamente quando se aponta os valores do CAPEX e da exaustão projetados na perpetuidade.

7. Antes de entrar no tópico, cumpre apenas pontuar o alerta de Aswath Damodaran sobre um dos erros clássicos em laudos de avaliação que acatam acriticamente as premissas informadas pela administração da companhia avaliada:

“Um número surpreendente de avaliações utiliza previsões de receita e lucros fornecidas pela administração da empresa. [...] Os riscos são múltiplos: [...] (iii) Finalmente, as previsões gerenciais podem representar um conjunto de premissas que são inconsistentes. Por exemplo, a gerência pode prever um crescimento de receita de 10% ao ano nos próximos dez anos, com pouco ou nenhum novo gasto de capital nesse período.”^[4]

8. No caso do Laudo Meden, a situação é o oposto da situação retratada por Damodaran, entretanto, é igualmente inconsistente. Afinal, há a manutenção de um gasto de capital indicativo de um crescimento de receita, sem que essa se materialize pois – conforme admitido pela própria administração – atingir-se-á, a partir de 2028 e pela perpetuidade, o limite de produção em todos os seguimentos de atuação da Companhia.

9. Quando se analisam as estimativas futuras feitas no Laudo Meden, antes d, o investimento em Ativo Biológico entre 2023 e 2027 soma R\$650 milhões e é 58% (R\$ 240 milhões) superior ao montante de exaustão do Ativo Biológico, que totaliza R\$ 410 milhões no período. Importante ressaltar que a Meden Consultoria teria tido acesso a um Estudo de Avaliação do Ativo Biológico, fornecido pela administração da Eucatex, com data base de junho de 2023 (p. 30, Laudo Meden), de modo que o utiliza em sua avaliação para as estimativas com relação à evolução do valor do Ativo Biológico da Eucatex nesse período pré-perpetuidade. Esse resultado apresenta uma valorização do Ativo Biológico a Valor Justo em 2027 de 62% (R\$528 milhões), em relação a 2023, sendo que o montante investido acima da exaustão (R\$240 milhões) gerou uma Atualização a Valor Justo no Ativo Biológico de R\$288 milhões. Os números estão reproduzidos na tabela abaixo:

10. Ocorre que esse hiato é mantido na perpetuidade, quando a Companhia informa que – repita-se – alcançou o limite de produção em todos os seus seguimentos de atuação! A mesma premissa de investimento em Ativo Biológico, 58% superior à exaustão, é apresentada em conjunto com a premissa de crescimento zero na receita e com as estimativas de crescimento do valor justo do Ativo Biológico reportada no Laudo Meden. Trata-se de grave inconsistência.

11. Afinal, assumindo a premissa de crescimento zero no volume de produção utilizada, é de se esperar que o investimento em Ativo Biológico, consistente com essa premissa, seja aquele que permita a manutenção deste ativo no mesmo nível, repondo os Ativos Biológicos exauridos. Ora, se o CAPEX realizado no ativo biológico para plantar uma muda é menor do que o valor desta árvore em pé, motivo pela qual a avaliação a valor de mercado do ativo biológico gera um ajuste a valor justo positivo, deveríamos ter na perpetuidade, com zero de crescimento, o valor da árvore cortada (exaustão deste ativo biológico) maior que o CAPEX necessário para replantar uma muda (CAPEX no ativo biológico), pois estaríamos repondo o valor de mercado da árvore cortada com o capex necessário para sua reposição. E não o contrário como consta do Laudo Meden!

12. Tendo essa Superintendência instado a Meden e a Companhia a se manifestarem sobre esse evidente paradoxo, por meio do Ofício nº 268/2023/CVM/SRE/GER-1, as respostas revelam a existência de um entendimento diferente de ambos sobre a exaustão dos ativos biológicos, levando a argumentos equivocados e que apenas revelam o quão impossível é a conciliação das duas premissas acima.

13. Em seus esclarecimentos a essa Superintendência, a Meden apresenta seu entendimento sobre a exaustão projetada do Ativo Biológico, argumentando que:

“Em relação à discrepância suscitada sobre a exaustão projetada do Ativo Biológico, que poderia parecer discordante dos valores projetados de investimento anteriormente apresentados, entendemos que tal aspecto é natural e decorre do fato de que a exaustão do ativo é calculada com base em seu valor de custo histórico, que, em regra, mostra-se substancialmente inferior em relação aos valores de investimento que são pautados nos valores correntes de mercado.” (Ref. Resposta ao Ofício nº 268/2023/CVM/SRE/GER-1 - CVM, g.n.)

14. O entendimento do avaliador, portanto, é que a exaustão seria inferior ao CAPEX pois aquela seria apenas uma representação contábil da exaustão de um investimento realizado no passado, com preços defasados em relação aos que seriam praticados hoje, para realizar o CAPEX necessário para a manutenção da produção. Entretanto, conforme se depreende da manifestação da Meden, essa diferença não seria relevante, pois ela estaria considerando o preço do produto e o CAPEX que a empresa teria informado como necessários para a manutenção da produção.

15. Sobre o mesmo ponto, a Companhia apresenta entendimento oposto. Ela alega que:

“Como os Ativos Biológicos da Companhia são registrados a valor justo, o valor correspondente à exaustão (corte da floresta para consumo ou venda) deveria corresponder a um fluxo de caixa positivo no mesmo valor. E é exatamente isso que foi considerado pela Meden (pág. 5 do Anexo 4 ao Segundo Laudo de Avaliação)” (Manifestação de 10 de outubro de 2023, Anexo 1).

16. Ou seja, enquanto o avaliador entende que “a exaustão do ativo é calculada com base em seu valor de custo histórico”, a empresa entende que “como os Ativos Biológicos da Companhia são registrados a valor justo, o valor correspondente à exaustão (corte da floresta para consumo ou venda) deveria corresponder a um fluxo de caixa positivo no mesmo valor”, ou seja, baseado no preço de mercado atual da madeira!?

17. Ora, segundo a empresa, então, a exaustão representaria, na perpetuidade, o valor correspondente ao caixa que a empresa receberia pelo corte da madeira, premissa diferente do que o avaliador considerou, pois esse entende que referido valor teria sido dado pelo custo histórico do investimento, e não pelo preço de mercado. Isso é relevante, pois perpetuar um investimento 58% superior ao montante em caixa que receberia por ele equivaleria à admissão, pela Companhia, de que, na perpetuidade, ela atuará para destruir valor.

18. A Companhia ainda argumenta que:

“[...] a avaliação dos Ativos Biológicos a valor justo é superior à avaliação a custo para refletir a realidade econômica da atividade agrícola no balanço patrimonial (ou seja a “fotografia” do patrimônio da Companhia na data base); (iii) independentemente do método de avaliação dos Ativos Biológicos no balanço patrimonial, não existe qualquer efeito sobre o fluxo de caixa da Companhia (que seria o “filme” das atividades da Companhia) [...]”

19. Este argumento da Companhia evidencia que se trata de uma inconsistência, de fato. Afinal, em seu método de avaliação dos ativos biológicos a valor justo, que mostra a “fotografia” do valor no balanço da empresa e a realidade da atividade agrícola no seu balanço, o valor gerado pelas adições superiores à exaustão são capturados no valor como atualização do valor justo, pois geram valor superior ao seu custo. Importante notar que, conforme a Companhia afirma em sua manifestação, a própria natureza do crescimento da floresta e dos investimentos realizados faz com que a relação entre capex e fluxo de caixa gerado não seja linear no tempo. Mas a avaliação a valor justo realizada pela Companhia nesse ativo indica que os investimentos realizados estão gerando valor superior ao montante investido, dado o preço atual da madeira e as demais premissas por ela considerada.

20. O avaliador, quando apresenta suas estimativas para a evolução do valor justo dos ativos biológicos, também chega à mesma conclusão, indicando que os

investimentos realizados geram um aumento do valor justo dos ativos em montante superior ao montante investido.

21. Entretanto, ao incorporar em seu modelo um investimento 58% maior que sua exaustão, este valor desaparece injustificadamente do fluxo de caixa (ou seja, no filme, conforme a metáfora adotada pela Companhia)!

22. Em sua resposta ao Ofício nº 268/2023/CVM/SRE/GER-1, a Meden Consultoria afirma que “constatou-se que, em verdade, a variação de 58% apontada não corresponde à realidade do que foi efetivamente realizado no Laudo de Avaliação, gerando uma ilusória discrepância”. Para chegar a tal conclusão, defende que “para uma verificação da consistência das projeções realizadas, a correta análise a ser realizada deveria partir da efetiva evolução dos ativos totais projetados da Companhia.” Desta análise, chega à conclusão de que a evolução dos ativos totais da Companhia estaria coerente com o crescimento realizado no período da projeção, mas realiza tal cálculo sem considerar o ajuste a valor justo do ativo biológico no período, ou seja, cometendo o erro demonstrado acima. Em outras palavras, estamos tratando da formação do ativo através do investimento de capital (capex) na muda de uma árvore, sem levar em conta o fato de que a muda irá crescer e se transformar em uma árvore ao longo dos anos.

23. Ao cometer esse erro, subestima o crescimento do valor do ativo da companhia na resposta a essa Superintendência, mas o mesmo avaliador apresenta no laudo a análise e estimativas da evolução do ativo biológico no mesmo período, com premissas da Companhia, que gera uma evolução do ativo total da companhia muito superior à defendida na resposta da Meden. Para que não fique dúvida, esta análise é apresentada na página 3 do anexo IV do Laudo Meden, que mostra que o avaliador estima, com premissas da Companhia, que o ativo biológico da Eucatex deve sair de R\$847 milhões em julho de 2023 para R\$1,375 bilhões em dezembro de 2027, ou seja, um ganho de R\$528 milhões para o ativo total da companhia. Aqui, o avaliador considera o ajuste a valor justo, ou seja, o valor da árvore quando pronta, e isto não é uma “ilusória discrepância”.

24. Outra consequência do equívoco adotado no Laudo Meden é considerar, na perpetuidade, com zero de crescimento, uma premissa do valor da árvore cortada (exaustão) inferior ao CAPEX necessário para replantar a árvore cortada (CAPEX ativo biológico). Neste ponto, essa Superintendência solicitou à Meden o seguinte, por meio do Ofício nº 322/2023/CVM/SRE/GER-1, de 04 de dezembro de 2023:

“[...] solicitamos que seja inserido no Laudo de Avaliação esclarecimento a respeito de qual seria o impacto no resultado da avaliação da Companhia caso fosse igualado, na perpetuidade, o valor da depreciação e exaustão ao valor do capex projetado, e os efeitos desse ajuste no fluxo de caixa da Companhia considerando para a perpetuidade e em consequência em seu valor apurado no laudo.”

25. Em atendimento à referida solicitação foi incluído o Anexo V, no Laudo de Avaliação com a seguinte informação:

“[...]em atendimento à demanda realizada pela CVM, foi realizada uma análise de sensibilidade para identificar qual seria o impacto no resultado da avaliação da Companhia caso fosse considerado, na perpetuidade, o valor da depreciação e exaustão equivalente ao valor do capex projetado.

Desse modo, ao igualarmos essas contas, obtemos um saldo a maior na perpetuidade devido ao impacto positivo no cálculo do imposto de renda a pagar neste período, devido ao aumento da linha de exaustão. Ao descontarmos o saldo projetado, chegamos em uma faixa de preço entre R\$ 13,68 (treze reais e sessenta e oito centavos) por ação e R\$15,02 (quinze reais e dois centavos) por ação, faixa cujo piso representa um aumento imaterial sobre o valor justo central apurado no presente trabalho (aumento de apenas 2,24%), [...]”

26. Evidência da recorrente tentativa de manipular informações é o percentual de diferença indicado, ao comparar a mediana da primeira avaliação R\$ 13,38 com o piso da avaliação com a sensibilidade indicada R\$ 13,68, apontando que a diferença entre um e outro seria de apenas 2,24%. Não há dúvidas de que este texto pode provocar confusão no destinatário da informação. Se tivesse comparado as medianas, a diferença entre os dois modelos é de 7,25% (ca. 3 vezes maior).

27. Essa comparação cabotina, entretanto, é apenas um primeiro aspecto que sobressai. Mais relevante é a forma como a Meden “atendeu” o Ofício. Conforme fica evidente de toda a discussão do presente processo, não existe uma discordância em relação à premissa de exaustão adotada no Laudo Meden. Muito pelo contrário, ele é coerente com toda a série histórica ali apontada. A divergência que se coloca é quanto à manutenção do CAPEX de expansão após a Companhia .

28. Ora, em atendimento ao referido Ofício, que determinou que fosse apresentada uma sensibilidade do CAPEX à exaustão, a Meden não reduziu aquele a esse, mas o contrário, aumentou esse para chegar àquele. Enquanto no seu trabalho original, a taxa de exaustão, na perpetuidade, era de R\$ 94 Milhões, ele passa a R\$ 134 Milhões no teste de sensibilidade. Em outras palavras, faz-se um absurdo teste de sensibilidade que não endereça o ponto trazido neste processo nem o questionamento dessa Superintendência!

29. O valor da exaustão, ou seja, o valor de mercado da árvore cortada, não é um valor que pode ser arbitrado. Ele é determinado basicamente pela quantidade de árvores cortadas e pelo preço de mercado dessa árvore, de acordo com premissas definidas pela administração. Premissas essas utilizadas pela Companhia para determinar o valor justo do seu ativo biológico no balanço (R\$847 Milhões em Julho de 2023) e pela Meden para estimar a evolução do valor de mercado deste ativo biológico (R\$1,375 Bilhões em Dezembro de 2027). Como temos premissa de crescimento zero na perpetuidade, ou seja, volume de árvores cortadas constante em relação a 2027, assumir que o valor da árvore cortada (exaustão) salte de R\$94 Milhões em 2027 para R\$134 Milhões nos anos seguintes só pode ser explicado por um aumento no preço de mercado dessa árvore. Ora, se o preço de mercado da árvore é maior, é necessário que essa valorização seja capturada em todo o estoque de árvores da Companhia, ou seja, como valorização no seu ativo biológico, através do ajuste a valor justo em seu balanço, que será necessariamente maior que os R\$1,35 bilhões estimados com a premissa anterior. Essa valorização, para ser coerente, precisa ser capturada pelo avaliador ao estimar o valor justo sob a premissa sensibilizada. Caso contrário, adota a hipótese absurda de que a Companhia não terá retorno financeiro sobre esse aumento de valor de seu ativo biológico.

30. Caso o valor da exaustão fosse mantido em suas premissas originais e o CAPEX reduzido em R\$40 Milhões, de forma a igualar, na perpetuidade, o valor da depreciação e exaustão ao valor do capex projetado, o efeito a valor presente na avaliação seria da ordem de R\$ 240 milhões e o impacto na avaliação da Companhia chegaria a 19,4% do valor indicado pela Meden como sendo o valor justo para a OPA.

31. A título de conclusão, não há dúvidas de que o Laudo Meden subavalia a Companhia, por meio da adoção de premissas contraditórias, incompatíveis e que servem para esconder o valor real da entidade avaliada. Tanto é que o valor da Companhia apontado pelo Laudo Meden corresponde a 58% do valor patrimonial dela, conforme suas últimas demonstrações financeiras.

32. Ainda analisando as próprias informações prestadas pela Companhia, o valor indicado no Laudo Meden implica num múltiplo de 5x em relação ao lucro dos últimos 12 meses, dividindo-se R\$ 1.329 Bi(...) do meio do ajuste pelo lucro líquido dos últimos 12 meses (R\$ 265 milhões). Pode-se constatar que a soma do lucro líquido dos últimos quatro anos atingiu R\$ 1.286 bilhões, enquanto os dividendos distribuídos totalizaram apenas R\$ 94 milhões, resultando em um lucro retido de aproximadamente R\$ 1.190 milhões. Por outro lado, o montante total de ativos aumentou de R\$ 2.199 milhões para R\$ 3.977 milhões, representando um acréscimo de R\$ 1.778 milhões, e o patrimônio líquido cresceu de R\$ 1.262 para R\$ 2.205 milhões, um aumento de aproximadamente R\$ 943 milhões. Realizando uma análise simples e subtraindo o valor justo do somatório dos lucros líquidos menos os dividendos pagos nos últimos quatro anos, restam apenas R\$ 185 milhões. Em outras palavras, o valuation está desconsiderando o valor gerado pelos ativos fixos, sugerindo que seu retorno é nulo e que o balanço reflete de forma equivocada o valor real, assim como o lucro líquido dos exercícios anteriores.

33. O Laudo Meden revela uma outra empresa que não é a Companhia e suas demonstrações financeiras recentes. E não há justificativa razoável para essa diferença! No limite, verifica-se uma inexplicável incompatibilidade entre o balanço e o valuation. Se o laudo de avaliação estiver correto, o que cogitamos para argumentar, sinalizaria ao mercado a possibilidade de ativos inflados em balanço, assemelhando-se a casos recentes e que ainda nos assombram. É crucial investigar e corrigir tais discrepâncias para preservar a integridade das informações financeiras e manter a confiança do mercado.

34. Comparando a Companhia com seus pares, a mesma incongruência se revela. Apenas como referência, os ativos da Companhia são, grosso modo, as plantas industriais, o seu ativo biológico (ou floresta em pé, marcada a valor justo) e seus 42,8 mil hectares de terras em São Paulo, sendo 34,8 mil hectares de efetivo plantio de eucalipto, que estão marcados a custo no balanço. Ora, anexamos a este documento dois fatos relevantes e uma apresentação ao mercado recente de

empresas com ativos semelhantes (...). O primeiro, da Klabin, datado de 20/12/2023, informa sobre a compra de terras e ativos Florestais no estado do Paraná e São Paulo, equivalentes a 85.000 hectares de área produtiva, por R\$5,8 bilhões. A aquisição implica em um valor de terra de R\$ 33 mil por hectare e de R\$35,3 mil por hectare de madeira em pé. Apenas como exercício, o valor desta transação implicaria para Companhia em um valor de R\$ 1,1 bilhão para as terras e de R\$ 1,2 bilhão para os ativos florestais. O segundo, da São Martinho, datado de 26/12/2023, informa sobre a reavaliação de terras próprias, no estado de São Paulo, em áreas entre 150/300km das terras da Eucatex. As terras próprias, que somam 54 mil hectares, foram avaliadas em R\$6,3 bilhões, ou R\$115 mil por hectare. Ou seja, se considerássemos, em uma avaliação por comparação, o valor justo da Companhia como somente a soma do valor líquido implícito de suas terras e de seus ativos biológicos, teríamos um valor 42% superior ao valor justo da Companhia estimado no Laudo Meden, realizado por fluxo de caixa descontado, mostrando a inconsistência das premissas utilizadas:

35. Assim, resta evidente que, na parte substancial do Laudo Meden, indica-se um valor de avaliação da Companhia que se fundamenta em premissas incompatíveis entre si e que demonstram uma tentativa de subavaliar a Companhia para a finalidade da OPA. No seu Anexo V, um teste de sensibilidade para indicar ao mercado o potencial da distorção, o Laudo Meden apresenta uma comparação cabotina e análises errôneas para mascarar o seu erro de premissas.

36. Pelas razões ora expostas, impõe-se a IMEDIATA adoção do expediente previsto no Artigo 4º, § 2º, II, da Resolução CVM nº 85, de 2022, determinando-se a suspensão da OPA até a retificação das irregularidades acima apontadas.

37. Alternativamente, considerando que o deferimento do pedido de registro da OPA foi tornado público em 19 de dezembro de 2023, por meio da divulgação de Fato Relevante, requer-se que seja o presente requerimento recebido como Recurso ao e. Colegiado contra o deferimento da OPA por essa Superintendência"

III.2 Meden

36. Em 08/01/2024, a Meden protocolou na CVM a seguinte manifestação sobre o Recurso (1954885):

"Em resposta ao Ofício nº 3/2024/CVM/SER/GER-1, datado de 04 de janeiro de 2024 ("Ofício 003"), vimos por meio desta apresentar nossos esclarecimentos e manifestações referentes aos pontos levantados pela Argucia Capital Gestão de Recursos Ltda. ("Argucia" ou "Reclamante") no âmbito do processo CVM nº 19957.004081/2023-41, concernente à oferta pública de aquisição de ações ("OPA") por aumento de participação da Eucatex S.A. - Indústria e Comércio ("Companhia" ou "Eucatex").

Na referida contestação, a Argúcia, além dos pontos já levantados, questiona a metodologia do fluxo de caixa descontado como sendo a metodologia apropriada para conduzir a avaliação do valor justo das ações da Eucatex no âmbito da OPA.

Da utilização da Metodologia do Fluxo de Caixa Descontado como Metodologia Principal para Apuração do Valor Justo da Eucatex

1) Conforme apontado no Laudo de Avaliação, o Fluxo de Caixa Descontado foi considerado o critério mais adequado para apuração do valor justo da Eucatex.

2) Isso porque tal metodologia é baseada na perspectiva de rentabilidade futura da Companhia, considerando todo o potencial de geração de benefícios econômicos, o risco atrelado a ele e o conceito de valor do dinheiro no tempo.

3) Assim, captura as expectativas únicas de geração de caixa dos ativos/passivos da empresa, considerando que cada empresa possui especificidades únicas que impactam diretamente em sua precificação.

4) Além disso, é uma metodologia muito adequada para avaliação de empresas em marcha ("going concern")

5) Ainda, ao analisar o histórico de Laudos de Avaliação com a finalidade de OPA desde 2020, tem-se que a grande maioria dos avaliadores também utilizou o fluxo de caixa descontado como metodologia adequada para apuração do valor justo das ações avaliadas, conforme tabela apresentada a seguir:

Oferta Pública de Ações (OPAs)
Realizadas desde 2020
Empresa Ano Metodologia

Corrêa Ribeiro S/A Comércio e Indústria	2023	Valor Patrimonial por Ação
BR Properties	2023	Patrimônio Líquido a Preços de Mercado
Eucatex Companhia Estadual de Geração de Energia Elétrica - CEEEG	2023	Fluxo de Caixa
Têxtil Renauxview	2023	Fluxo de Caixa
Banco BESA	2023	Fluxo de Caixa
Fertilizantes Heringer	2023	Fluxo de Caixa
IGB Eletrônica	2023	Patrimônio Líquido a Preços de Mercado
Banco BESA	2023	Fluxo de Caixa
Textil Renauxciew	2023	Fluxo de Caixa
EDP - Energias de Portugal	2023	Fluxo de Caixa
Cia Energética de Pernambuco - CELPE	2022	Fluxo de Caixa
Getnet - Meios de Pagamento	2022	Fluxo de Caixa
Monteiro Aranha	2021	Valor de Mercado dos Ativos e Passivos, Ajustado pelo Desconto por Ilíquidez/Holding
Minupar Participações	2021	Cotação Histórica - Ações em Bolsa
Rede Energia Participações	2021	Fluxo de Caixa
Participações Industriais do Nordeste	2021	Fluxo de Caixa
Elekeiroz	2020	Fluxo de Caixa
Nadir Figueiredo	2020	Fluxo de Caixa

Info obtida nos Laudos de Avaliação apresentados no site da Comissão de Valores Mobiliários.

Metodologia utilizada nas últimas OPAs	Qtde
# OPAs	19
# Fluxo de Caixa Descontado	14
# Outras Metodologias	5

6) Ademais, o artigo acadêmico publicado, cujo um dos signatários é o ilustre prof. Eliseu Martins[5], corrobora o entendimento de que o fluxo de caixa da firma é metodologia mais usualmente utilizada no mercado brasileiro.

7) Assim, todos os elementos existentes apontam que a abordagem da renda, através da metodologia do fluxo de caixa descontado, é a metodologia mais adequada para a apuração do valor justo das ações da Eucatex.

Do questionamento atrelado ao CAPEX e Exaustão

8) O ponto levantado pela Reclamante, e que ainda permanece como,

aparentemente, sendo o principal, está relacionado com a projeção do ativo biológico, especificamente para os valores de Capex e Exaustão projetados na perpetuidade.

9) Com relação a esse questionamento, para facilitar o entendimento, há que se separar a questão entre dois pontos principais:

(1) Se o Capex projetado reflete o Capex necessário para manutenção da operação da companhia ou se nesse Capex há uma parcela destinada a expansão de suas atividades; e (2) Se a projeção da Exaustão, no que concerne à parcela que efetivamente impacta o fluxo de caixa da companhia, encontra-se projetado de forma coerente. E é o que será apresentado a seguir.

(1) Se o Capex projetado reflete o Capex necessário para manutenção da operação da companhia ou se nesse Capex há uma parcela destinada a expansão de suas atividades

10) Com relação ao item (1) acima, conforme amplamente demonstrado e conforme divulgado pela própria companhia, o Capex da ordem de R\$ 250mm contempla apenas o valor necessário para a manutenção de suas operações.

11) Conforme já exaustivamente esclarecido, a saber, de acordo com os dados fornecidos pela administração da empresa, a Eucatex atualmente opera em estreita proximidade com seu limite operacional e depara-se com uma demanda de cerca de 6.000 hectares/ano de área de plantio, para cuja manutenção se faz necessária uma dotação anual de aproximadamente R\$ 80 milhões destinados exclusivamente à silvicultura.

12) Ilustrando tal comprometimento, apresentamos o seguinte desdobramento dos valores nominais, orçados pela empresa para o exercício de 2024:

Projeção 2024

Demanda de Madeira	Capacidade	Volume m3		Consumo m3 de madeira
Produção de MDP		333.223	1	429.858
Produção de Pisos		61.415	2	97.036
Subtotal MDP e Pisos	430.000	394.638	1	526.894
Produção de MDF	275.000	275.000	2	440.000
Produção de Fibra Botucatu	220.000	195.943	2	470.263
Produção de Fibra Salto	100.000	95.068	2	228.164
Energia Fibra Botucatu		195.943	0	69.046
Total		960.650		1.734.367
Produção m3/ ha				48
Tempo 6 anos				288
Total demanda em número de hectares				6.022
Custo do Plantio em R\$ / ha				13.500
Total Investimento Silvicultura				81.298.451

13) Ademais aos dispêndios consignados à silvicultura, a empresa ainda se defronta com outras obrigações de despesas vinculadas ao segmento florestal, compreendendo gastos como arrendamentos, manutenção de estradas e outros investimentos de diversa natureza.

14) Os dados quantitativos relativos a essas despesas, incorporando valores realizados em 2022, juntamente com projeções para os anos de 2023 e 2024, encontram-se delineados na tabela abaixo:

NATUREZAS	2022 - Realizado	2023 - Orçado	2024 - Orçado	23 x 22	24 x 23
Silvicultura	73.835.657	86.257.301	81.298.451	17%	-6%
Arrendamento	28.897.050	34.222.481	46.053.348	18%	35%
Estradas	10.361.154	12.054.013	13.000.000	16%	8%
Investimentos Operacionais	7.883.000	1.323.419	1.500.000	-83%	13%

Investimentos Informática	40.112	149.788	40.000	273%	-73%
Dispêndios controláveis	8.817.358	9.377.349	9.846.216	6%	5%
TOTAL INVESTIMENTOS FLORESTAIS	129.834.331	143.384.350	151.738.015	10%	6%

15) Consoante a exposição detalhada supra, é perceptível que o valor, em termos reais, delineado para a manutenção do Ativo Biológico, conforme postulado no Laudo de

Avaliação, está congruente com as perspectivas de despesas delineadas pela administração da empresa, a fim de salvaguardar a continuidade de sua produção. Adicionalmente, harmoniza-se de forma íntegra com a premissa subjacente de crescimento zero, perpassada na perpetuidade.

16) O Capex consolidado da empresa está, também, em conformidade com as informações divulgadas ao mercado pela companhia, como é possível se verificar na imagem a seguir, retira da apresentação institucional de 2023 da Eucatex.



17) Ainda, considerando que o CAPEX é apenas o necessário para manutenção das atividades da companhia, este é mantido fixo ao longo de todo o período projetivo, como fica-se evidenciado na imagem abaixo, que apresenta o fluxo de caixa de investimento ao longo do período projetivo. 18) Isso quer dizer que o CAPEX de aproximadamente R\$ 250 milhões ao ano não sofre nenhum acréscimo ao longo de toda a projeção, sendo esta estimativa necessária para manutenção da operação.

SAÍDAS	(101)	(251)	(251)	(251)	(251)	(251)
Investimentos Imobilizado e Intangível (-)	(29)	(111)	(108)	(105)	(102)	(102)
Investimento Ativo Biológico (-)	(72)	(140)	(143)	(146)	(149)	(149)

19) Considerando todo o exposto, resta claro que o Capex projetado no Laudo de Avaliação destina-se EXCLUSIVAMENTE À MANUTENÇÃO DAS OPERAÇÕES da Companhia (do ponto de vista de ativos tangíveis e intangíveis). Ou seja, não há o que se falar em Capex de Expansão, como se pretende a Reclamante em sua correspondência, mas única e exclusivamente em Capex de Manutenção das atividades da Eucatex, único Capex projetado no Laudo de Avaliação apresentado.

(2) Se a projeção da exaustão, no que concerne à parcela que efetivamente impacta o fluxo de caixa da companhia, encontra-se projetado de forma coerente.

20) No que diz respeito ao segundo tópico da questão, ou seja, "(2) Se a projeção da exaustão, no que concerne à parcela que efetivamente impacta o fluxo de caixa da companhia, encontra-se projetado de forma coerente", segundo argumentação levantada pela Reclamante, para que a premissa de que a companhia encontra-se em seu limite operacional (ou seja, sem expectativa de crescimentos significativos) seja válida, as projeções de Capex deveriam ser igualadas às projeções de Exaustão do seu Ativo Biológico.

21) Neste sentido faz-se necessário, primeiramente, esclarecer o funcionamento da contabilização do ativo biológico e seus impactos no fluxo de caixa da companhia.

22) Contabilmente falando, conforme previsto no Comitê de Pronunciamentos Contábil "CPC 29 - Ativo Biológico e Produto Agrícola", item 12, "O ativo biológico deve ser mensurado ao valor justo menos a despesa de venda no momento do reconhecimento inicial e no final de cada período de competência, exceto para os casos descritos no item 30, em que o valor justo não pode ser mensurado de forma confiável."

23) Dessa forma, contabilmente falando, a companhia detentora de ativos biológicos,

deve remensurar periodicamente seu ativo biológico a valor justo.

24) No entanto, os aumentos ou reduções no valor do ativo biológico remensurado periodicamente não possuem efeito caixa, uma vez que, (a) aos moldes da depreciação de um ativo imobilizado não são efetivas saídas ou entradas de caixa; e (b) não podem ser utilizados para redução da base de cálculo para fins de apuração dos encargos tributários.

25) No que tange a rubrica Ativo Biológico, os valores que efetivamente impactam o fluxo de caixa da companhia, são (a) os valores de investimentos nesse ativo; e (b) a Exaustão dos valores históricos de investimentos neste ativo (valores de custo).

26) Dessa forma, ainda que contabilmente este ativo seja apurado e tratado com base em seu valor justo, como afirma a companhia em suas respostas, para fins de apuração do valor justo das ações da Eucatex pelo fluxo de caixa descontado, apenas devem ser considerados os valores que efetivamente gerem impactos no fluxo de caixa projetado da companhia, ou seja, os seus valores de custo. E não há nenhuma contradição entre as duas afirmativas, como, reiteradamente, se pretende afirmar a Reclamante em suas correspondências.

27) De forma derradeira, a própria Reclamante concorda com a coerência da exaustão, conforme expresso em sua manifestação. Veja-se:

" 27- [...] Conforme fica evidente de toda a discussão do presente processo, não existe uma discordância em relação à premissa de exaustão adotada no Laudo Meden. Muito pelo contrário, ele é coerente com toda a série histórica ali apontada. A divergência que se coloca é quanto à manutenção do CAPEX de expansão após a Companhia." (grifos nossos)

28) E, como amplamente demonstrado nas manifestações anteriores e na atual, não há que se falar em Capex de expansão, uma vez que, em nenhum momento, tal elemento foi considerado.

29) Portanto, é evidente também que não há descompasso na projeção de exaustão apresentada no Laudo de Avaliação.

Da Congruência entre Capex e Exaustão

30) A Reclamante insiste na argumentação, já exaustivamente comprovada errada, de que, uma vez considerada a premissa de manutenção de sua operação, as projeções de Exaustão (a custo) deveriam ser equiparadas as projeções de Capex.

31) Nada melhor do que um exemplo simplificado para ilustrar o ponto que, com a devida vênia, apresentamos novamente. A título ilustrativo, apresentamos uma demonstração acerca da variação entre os valores de Exaustão (custo histórico) e Capex ao longo do tempo, considerando um valor hipotético de investimento de R\$ 100,00 a.a., um ciclo de corte de 07 anos e uma inflação anual de 10% a.a.

Quadro Demonstrativo - Capex x Exaustão			
Investimento por ano		100	
Inflação anual		10%	
Ciclo de Corte		7 anos	
Ano	Investimento (Capex)	Exaustão anual	Diferença
1	100,00	0,00	N/A
2	110,00	0,00	N/A
3	121,00	0,00	N/A
4	133,10	0,00	N/A
5	146,41	0,00	N/A
6	161,05	0,00	N/A
7	177,16	100,00	77,2%
8	194,87	110,00	77,2%
9	214,36	121,00	77,2%
10	235,79	133,10	77,2%

32) Conforme é possível observar no exemplo acima, considerando apenas os efeitos inflacionários, observa-se que a exaustão fiscal, calculada com base no custo efetivo, sem ajustes a valor justo, e utilizada para fins de apuração do imposto de renda, não atinge o valor efetivo dos investimentos, que sofrem, dentre outros, impactos decorrentes dos efeitos inflacionários.

33) Por óbvio também, o Capex fica consideravelmente superior a amortização. E isso

não significa que há Capex de expansão. Apenas reflete que há alteração no custo histórico dado os efeitos inflacionários, que afetam o Capex (valor corrente), mas não afetam a exaustão (custo histórico).

34) Tal exemplo ilustra exatamente o que acontece no fluxo de caixa apresentado no Laudo de Avaliação, que, por óbvio, atende exatamente ao racional lógico considerado.

35) Ressalta-se que o exemplo acima também é válido para um fluxo em termos reais (como é o caso do modelo elaborado no Laudo de Avaliação da Eucatex), uma vez que o efeito da Exaustão deverá ser desinflacionado para manter a coerência metodológica.

36) Dessa forma, resta mais que evidenciado que é natural que haja uma diferença entre os valores de Capex e Exaustão (a custo) projetadas no relatório e que, para fins de análise das projeções apresentadas, deve-se desconsiderar a linha referente à "Atualização do Valor Justo" que não foi utilizada para fins de projeção no trabalho realizado.

37) Ainda, a Reclamante distorce o que foi apresentado pela Meden Consultoria em sua apresentação de consistência de Capex vis-à-vis Exaustão. Isso porque, é necessário que esteja esclarecido se a consistência entre o desembolso de Capex (replanteio e manutenção da área) vis-à-vis o seu próprio custo histórico, visando garantir que o desembolso considerado, está em linha com a real necessidade para o replanteio e manutenção.

38) E é neste sentido que apresentamos a visão consolidada considerando as projeções de depreciação e exaustão constantes no Laudo de Avaliação. Neste sentido, tem-se os valores projetados para o ativo consolidado da Eucatex, através da análise do custo:

Premissas Projetivas (R\$mm)	Jul - Dez 2023	2024	2025	2026	2027
<i>Visão Consolidada</i>					
Consolidado Imob + Biol. sem AVJ	1.342	1.458	1.520	1.574	1.621
Crescimento Imob + Biológico sem AVJ		8,6%	4,3%	3,6%	3,0%
Crecim. Receita Total		2,0%	2,0%	2,1%	2,1%

39) Tal demonstração corrobora a não existência de Capex de expansão sendo considerado em toda a projeção de fluxo de caixa elaborada.

40) Por esse exato motivo, em nossas respostas, buscamos de diferentes formas elucidar este exato conceito: de que, no fluxo de caixa elaborado no Laudo de Avaliação, o que se deve levar em consideração são os valores de Exaustão e Capex projetados para fins de apuração do fluxo de caixa projetado da companhia, sendo a linha de "Atualização do Valor Justo" apresentada no Laudo de Avaliação meramente ilustrativa e projetada com base nos seus valores históricos.

41) Importante ressaltar também que o Laudo de Avaliação realizado teve como objetivo o cálculo do valor justo das ações da Eucatex, não se prestando, portanto, para fazer a avaliação do valor justo de qualquer ativo ou passivo de forma individualizada.

42) Por este motivo, qualquer tentativa de inferência do valor justo do ativo biológico da companhia, através única e exclusivamente da leitura do laudo, não obterá respaldo no Laudo de Avaliação por nós emitido.

43) Dessa forma, mantemos nosso posicionamento no que diz respeito ao fato de que, em relação à discrepância suscitada sobre a exaustão projetada do Ativo Biológico, que poderia parecer discordante dos valores projetados de investimento anteriormente apresentados, entendemos que tal aspecto é natural e decorre do fato de que a exaustão do ativo (projetada no Laudo de Avaliação para fins de apuração do fluxo de caixa descontado da Eucatex e, conseqüentemente, apurar seu valor justo) foi calculada com base em seu valor de custo histórico, que, em regra, mostra-se substancialmente inferior em relação aos valores de investimento que são pautados nos valores correntes de mercado.

Das críticas quanto à simulação realizada e seus resultados

44) Ultrapassadas as questões esclarecidas anteriormente, faz-se necessário

esclarecer o tópico levantado pela Reclamante relacionado à simulação realizada, a pedido da CVM, na qual a autarquia solicita que seja apresentado o “impacto no resultado da avaliação da Companhia caso fosse igualado, na perpetuidade, o valor da depreciação e exaustão ao valor do Capex projetado, e os efeitos desse ajuste no fluxo de caixa da Companhia considerando para a perpetuidade e em consequência em seu valor apurado no laudo.”

45) Vale ressaltar aqui, conforme esclarecido anteriormente, que a simulação realizada não representa nosso entendimento acerca da correta forma de se projetar o fluxo de caixa da Eucatex. Nosso entendimento é de que a premissa utilizada no Laudo de Avaliação é a mais adequada. No entanto, a fim de atender ao solicitado, elaboramos a simulação demandada.

46) Neste sentido, em nosso entendimento, haja vista que não há dúvidas de que o Capex projetado reflete o valor que a administração da Eucatex entende ser o necessário para manutenção de suas atividades, a alteração a ser realizada no modelo fica restrita a alteração das projeções dos valores de Exaustão, como assim foi realizado.

47) Dessa forma, torna descabida a tentativa argumentativa da Reclamante de que a divergência que se coloca é quanto à manutenção do Capex de expansão utilizado na perpetuidade, pois esse Capex não existe - haja vista que não foi considerado nenhum Capex de expansão em nenhum período projetivo.

48) Da mesma forma, a Reclamante busca desqualificar a comparação realizada com relação aos resultados encontrados. Ressalta-se que o valor contra o qual entendemos necessário comparar os resultados obtidos na simulação foi aquele ofertado pela Companhia na OPA, qual seja, o valor de R\$ 13,38, para se verificar a distância que o novo intervalo de valores atingido se encontra deste valor.

49) Assim, apontamos em nossas conclusões a comparação do valor do piso encontrado na simulação com o valor central apurado no trabalho, de R\$ 13,38 por entendermos ser a comparação mais adequada a ser feita.”

III.3. Ofertante

37. Em 08/01/2024, a Ofertante protocolou na CVM a seguinte manifestação sobre o Recurso (1954827):

"2. Destaca-se que o Requerimento de Suspensão da OPA não contempla quaisquer questionamentos dirigidos à Ofertante. Não obstante, a Ofertante, de boa-fé, aproveita a oportunidade conferida por esta D. GER-1 para discriminar as evidentes impropriedades constantes do pleito.

I. NADA DE NOVO: PERMANENTE E INFUNDADA IRRESIGNAÇÃO DA ARGUCIA

3. O Requerimento de Suspensão da OPA não traz absolutamente nada de novo: apenas requeira argumentos datados e reiteradamente respondidos pela Companhia nos últimos meses. Isso, por si só, já seria suficiente para que esta D. CVM encarasse com desconfiança a constante irresignação da Argucia.

4. Mas há mais: na ânsia de constranger a CVM, a Ofertante, a administração da Companhia e a MEDEN CONSULTORIA EMPRESARIAL LTDA. (“Meden”) para alcançar um preço maior a beneficiar exclusivamente o interesse particular da Argucia - que, assim, apuraria um ganho artificial com as ações da Companhia no âmbito da OPA -, o Requerimento de Suspensão da OPA, a um só tempo:

a. copia argumentos superados e omite informações essenciais à adequada compreensão do histórico da irresignação da Argucia;

b. manipula dados para ensejar confusões conceituais; e

c. tropeça em aspectos processuais, ao tentar criar uma inédita figura de recurso “alternativo” ao Colegiado.

II. COPIANDO E COLANDO: UTILIZAÇÃO DOS MESMOS ARGUMENTOS E OMISSÕES RELEVANTES

5. O Requerimento de Suspensão da OPA é um pot-pourri dos mesmíssimos [6] argumentos apresentados pela Argucia no Processo CVM nº 19957.004400/2023-18. Todos os tais argumentos já foram exaustivamente rebatidos pela Companhia e pela Meden, sendo de pouca valia repeti-los integralmente nesta Manifestação.

6. Após diversas manifestações da Argucia e da Companhia - que, repisa-se, endereçaram todos os aspectos retratados no Requerimento de Suspensão da OPA -, destaca-se que a CVM deferiu, em 18 de dezembro de 2023, o pedido de registro da OPA.

7. A Argúcia, como de costume, parece não acatar qualquer evento que não atenda todos os seus interesses particulares. É nesse contexto que se insere o Requerimento de Suspensão da OPA.

8. Ocorre que o que mais chama atenção no Requerimento de Suspensão da OPA são as suas omissões: a Argúcia deliberadamente sonega informações fundamentais à adequada compreensão deste caso.

9. O Requerimento de Suspensão da OPA destaca que ["] em 18 de maio de 2023, a Companhia anunciou ao mercado que o Ofertante requereu o registro da OPA por Aumento de Participação, tendo em vista a aquisição de participações minoritárias detidas por terceiros na Companhia e que implicaram em substancial redução na liquidez das ações preferenciais de emissão da Companhia.["] (...)

10. De um lado, equivoca-se a Argúcia ao mencionar que haveria diminuição na liquidez das "ações preferenciais" – vez que a OPA tem por objeto tão-somente ações ordinárias.

11. De outro lado, não menciona a Argúcia que as ações adquiridas pelos controladores da Companhia (que ensejaram a OPA) eram anteriormente detidas por fundos estrangeiros que, por determinação judicial, estavam bloqueadas no âmbito da ação civil pública nº 0027569-02.2009.8.26.0053, ajuizada em 3 de agosto de 2009 perante a 4ª Vara da Fazenda Pública de São Paulo.

12. Portanto, não houve efetiva redução da liquidez das ações ordinárias (já que desde há muito estas ações não eram negociadas em bolsa), pelo que o lançamento da OPA se dá única e exclusivamente em atenção à determinação expressa em lei (que na verdade, em abstrato, supõe uma redução de liquidez em razão do aumento de participação do controlador).

13. Não só isso, desde 18 de maio de 2023, data de divulgação do fato relevante sobre o lançamento original da OPA, a Argúcia aumentou sua posição alocada em ações ordinárias da Companhia.

14. Em 30 de abril de 2023, portanto no fechamento do mês anterior à divulgação da OPA, os fundos Argúcia eram titulares de 69.700 ações ordinárias da Companhia. Em 30 de setembro de 2023, essa posição subiu para 86.500 ações ordinárias da Companhia, um aumento portanto de 24,10%.

15. Vê-se, portanto, que apesar da alegada "substancial redução na liquidez", a Argúcia de fato enxergou o cenário como oportuno para aumentar seus investimentos nas ações ordinárias da Companhia. Qual seria o fato novo a ensejar essa mudança de postura? Não parece haver outra resposta que não a tentativa predatória da Argúcia em tentar inflar artificialmente o preço da OPA.

16. Em outro trecho do Requerimento de Suspensão da OPA, a Argúcia novamente omite e dissimula certos fatos para tentar fazer a realidade caber em sua narrativa:

["]3. Consequentemente, em 13 de setembro de 2023, a Companhia divulgou ao mercado o laudo ("Laudo Meden") elaborado pela Meden Consultoria ("Meden"). Após a conclusão do trabalho, a Meden atribuiu às ações de emissão da Companhia um valor "entre R\$ 14,01 (quatorze reais e um centavo) e R\$ 12,75 (doze reais e setenta e cinco centavos), tendo como ponto médio o valor de R\$ 13,38 (treze reais e trinta e oito centavos)." (...)

17. Quer por improvável esquecimento, quer por evidente má-fé, a Argúcia omite relevante histórico que precedeu à contratação da Meden – histórico esse que já havia sido mencionado nas manifestações da Companhia no Processo CVM nº 19957.004400/2023-18.

18. A Argúcia silencia sobre o fato de que o primeiro laudo de avaliação relativo à OPA foi elaborado pela UHY BENDORAYTES & CIA AUDITORES INDEPENDENTES ("UHY"), contratada pela Ofertante, e disponibilizado em 18 de maio de 2023 ("Laudo de Avaliação UHY").

19. O critério escolhido pela UHY foi o de fluxo de caixa descontado, alcançando-se a faixa de preço por ação da Companhia entre R\$ 10,26 e R\$ 11,29. Destaca-se que o critério de fluxo de caixa descontado é expressamente previsto no art. 13, III, "a", da Resolução CVM nº 85, de 31 de março de 2022 ("RCVM 85").

20. Em 1º de junho de 2023, a Argúcia capitaneou pedido de convocação de assembleia especial de acionistas titulares de mais de 10% das ações ordinárias da Companhia em circulação no mercado ("Assembleia Especial") para deliberar a realização de nova avaliação para determinação do valor justo das ações de emissão da Companhia para fins da Oferta, nos termos do art. 4º-A da Lei das S.A.

21. Em virtude do pedido de realização da Assembleia Especial, e por força do art. 28, inciso I, da RCVM 85, a GER-1 suspendeu o curso do processo de registro da OPA, nos termos do Ofício nº 168/2023/CVM/SRE/GER-1, de 6 de junho de 2023.

22. A Assembleia Especial, convocada pela administração da Companhia em atendimento à regulamentação aplicável, foi realizada em 30 de junho de 2023 – e os acionistas presentes aprovaram a realização de nova avaliação para determinação do valor de avaliação das ações ordinárias da Companhia.

23. Por indicação e deliberação da própria Argucia, os acionistas nomearam a Meden para realizar a nova avaliação – empresa que apresentara a proposta mais alta dentre as cotadas, ressalte-se [7].

24. A Meden não alterou o critério de avaliação utilizado. Seguiu-se, portanto, com o mesmíssimo critério que já havia sido adotado pela UHY e que foi entendido pela Meden como o mais adequado para apresentar o valor justo das ações da Companhia: fluxo de caixa descontado.

25. O segundo laudo de avaliação foi disponibilizado pela Meden à Companhia em 13 de setembro de 2023 (“Laudo de Avaliação Meden”), que apurou o valor justo por ação entre R\$ 12,75 e R\$ 14,01, tendo como ponto médio o valor de R\$ 13,38 – valor bastante próximo ao que já havia sido apurado pela UHY.

26. Ocorre que a Argucia, novamente, não ficou satisfeita com o novo valor determinado no Laudo de Avaliação Meden. Desde então, tem se valido dos mais diversos expedientes para atingimento do seu objetivo particular: inflar o preço das ações da OPA e lucrar com tal movimentação.

27. O que pretende a Argucia é usar esta diligente CVM como esfera recursal, como terceira instância revisora de preços de emissão – ao arrepio de tudo o que estabelece a Lei das S.A., e em sentido contrário à própria vocação da CVM.

28. No mérito, o Requerimento de Suspensão da OPA não tem qualquer fundamento.

29. A Argucia insiste na já superada discussão sobre CapEx e exaustão do ativo biológico da Companhia. Conforme demonstrado ao longo das manifestações da Companhia no Processo CVM nº 19957.004400/2023-18, a exaustão não tem qualquer impacto material na projeção de geração de fluxo de caixa. Não afeta, portanto, o critério de avaliação escolhido pela UHY e pela Meden.

30. Aqui, para endereçar a fantasiosa tese da Argucia, a Ofertante considera ser proveitoso transcrever trecho da resposta da Companhia ao Ofício nº 293/2023/CVM/SRE/GER-1, datada de 27 de novembro de 2023:

[“]De acordo com a inadequada visão da Argucia, “o avaliador e a empresa apresentam entendimentos diferentes e contrários sobre exaustão. Em bom português, eles ‘batem cabeça’ para tentar explicar a relevante inconsistência acima indicada”.

Inicialmente, é necessário esclarecer que Meden e Eucatex são partes distintas e não relacionadas. O argumento de que haveria supostos entendimentos “diferentes e contrários sobre a exaustão” só reforça a tese de que não houve qualquer espécie de coordenação ou influência indevida entre Meden e Eucatex. A Argucia deixa esse ponto incontroverso.

Ainda assim, ao se analisar a Reclamação Argucia de 6.11.2023, percebe-se que sequer houve qualquer espécie de dicotomia ou incongruência entre as posições da Meden e da Eucatex.

Na Resposta Eucatex de 10.10.2023, a Eucatex descreveu precisamente como contabiliza os ativos biológicos: a valor justo. A Eucatex descreveu, portanto, suas práticas – práticas essas devidamente alinhadas às regras constantes do Pronunciamento Técnico CPC 29, que trata de ativo biológico e produto agrícola, emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC (“CPC 29”).

Segundo narra a Argucia, a Meden, por sua vez, destacou o que considerou em seu Segundo Laudo de Avaliação para a exaustão: custo histórico. A Meden descreveu, portanto, seus métodos – que estão absolutamente alinhados às regras aplicáveis (em especial, à Lei nº 12.973/2014, que exclui da determinação do lucro “fiscal” o ganho decorrente de avaliação de ativo ou passivo com base no valor justo).

Conforme técnicas de valuation amplamente utilizadas e aceitas, a exaustão não tem qualquer impacto material na projeção de geração de fluxo de caixa [8]. [...]

Para fins de valuation calculado com base no fluxo de caixa descontado, os critérios utilizados são (a) o fluxo de caixa livre e (b) o EBITDA estimados.

Como se demonstrou acima e é de conhecimento amplo e comum, o cálculo do

EBITDA parte do lucro líquido e adiciona a ele juros, impostos, depreciação, amortização e exaustão de ativos biológicos. Portanto, a exaustão projetada pela Meden (independentemente do critério de avaliação dos ativos biológicos) primeiro reduz o lucro líquido e depois aumenta o EBITDA no mesmo montante. Da mesma maneira, a apuração do fluxo de caixa livre adiciona a exaustão do ativo biológico ao lucro líquido contábil.

Tal racional foi exatamente o mesmo utilizado pela Meden. Basta verificar a p. 70 do Segundo Laudo de Avaliação para notar que a exaustão ingressa e sai da DRE: [...]

A Companhia utiliza a apuração dos ativos biológicos (e conseqüentemente da exaustão) segundo seu valor justo (já amplamente divulgada ao mercado e condizente com empresas do mesmo setor) em razão de expressa determinação do CPC 29 e sempre de forma consistente com práticas passadas e verificada pelos mais diversos stakeholders (auditores independentes, acionistas controladores e minoritários, membros independentes do conselho de administração, conselheiros fiscais, credores e clientes).

A opção da Meden em utilizar o custo histórico dos ativos biológicos para o cálculo da exaustão, como se demonstrou acima, está em consonância com as normas aplicáveis, não tem qualquer efeito sobre o cálculo do valor das ações da Companhia e não tem qualquer repercussão nas demonstrações financeiras da Eucatex.

A neutralidade da opção da Meden decorre do fato demonstrado acima de que a exaustão não interfere na apuração do EBITDA e do fluxo de caixa livre. Seus efeitos para o valuation, portanto, ocorrem exclusivamente ao se calcular o IRPJ/CSLL projetados. No entanto, neste caso não existe qualquer discricionariedade seja da Meden, seja da Companhia, pois o art. 13 da Lei nº 12.973/2014 expressamente determina que “o ganho decorrente de avaliação de ativo ou passivo com base no valor justo não será computado na determinação do lucro real”.

Ou seja, a legislação determina que, para fins fiscais, a exaustão deve ser apurada pelo custo histórico dos ativos biológicos. E, justamente, este é o critério para se calcular o IRPJ/CSLL utilizado pela Meden no Segundo Laudo de Avaliação e também pela Companhia para anualmente calcular os tributos que devem ser recolhidos sobre seu resultado.["]

31. Naquela manifestação, a Companhia já reiterou o seu entendimento de que o Laudo de Avaliação Meden está condizente com as demonstrações financeiras divulgadas pela própria Companhia, bem como com os requisitos estabelecidos na RCVM 85.

32. Da mesma forma, a Companhia considerou que cumpriu com todos os requisitos que lhes são imputáveis em decorrência da referida Resolução. Não há, portanto, qualquer fundamento lógico, técnico, contábil ou jurídico capaz de suportar o pedido da Argucia de suspender a OPA - razão pela qual tal pedido deverá ser indeferido pela SRE.

III. MANIPULAÇÃO DE DADOS E COMPARAÇÕES IMPERTINENTES

33. Em uma tentativa de subverter o critério adotado no Laudo de Avaliação UHY e no Laudo de Avaliação Meden, a Argucia tenta confundir esta D. CVM ao mencionar transações praticadas no mercado e que não guardam qualquer correlação com a Companhia.

34. Tanto a UHY quanto a Meden utilizaram a mesma metodologia de avaliação: fluxo de caixa descontado. Nesse sentido, comparações com múltiplos de mercado ou com múltiplos de transações eventualmente comparáveis são absolutamente indiferentes para a avaliação da Companhia para os fins da OPA.

35. A Argucia tenta, sem sucesso, rediscutir o critério eleito pela Meden (avaliadora escolhida pela própria Argucia em deliberação por ela mesma tomada há meses, quando da realização da Assembleia Especial), que manteve o critério de avaliação pelo fluxo de caixa descontado.

36. A esta altura, a simples menção a múltiplos de mercado ou múltiplos de outras transações é intempestiva, inadequada e infrutífera.

37. Mas a gravidade aumenta quando se percebe que a Argucia parece ter manipulado alguns dos dados de tais operações supostamente comparáveis.

38. No item 34 do Requerimento de Suspensão da OPA, a Argucia menciona a operação em que a KLABIN S.A. (“Klabin”) celebrou, com a CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUCIÓN S.A. e INVERSIONES ARAUCO INTERNACIONAL LIMITADA (em conjunto, “Arauco”), contrato de compra direta de 100% do capital social da ARAUCO

FLORESTAL ARAPOTI S.A. e da ARAUCO FOREST BRASIL S.A. e indiretamente a compra de 49% do capital social da FLORESTAL VALE DO CORISCO S.A. e de 100% da EMPREENDIMENTOS FLORESTAIS SANTA CRUZ LTDA. ("Operação Klabin"), conforme fato relevante divulgado pela Klabin em 20 de dezembro de 2023 ("Fato Relevante Klabin").

39. Conforme as informações divulgadas pelo Fato Relevante Klabin, a Operação Klabin contemplaria a compra de 150 mil hectares de área total substancialmente no Estado do Paraná, e não 85 mil hectares, como a Argucia aponta em sua manifestação.

40. Dos 150 mil hectares, 85 mil hectares corresponderiam à área produtiva e 31,5 milhões de toneladas de madeira em pé, correspondente ao volume de madeira esperado da Operação Klabin assumindo a rotação florestal padrão de 7 e 15 anos para eucalipto e pinus, além de 239 máquinas e equipamentos florestais.

41. Assim, o preço de aquisição total da Operação Klabin não contempla apenas a aquisição de 85 mil hectares de área produtiva, como mencionado pela Argucia, mas contempla também 31,5 milhões de toneladas de madeira em pé e 239 máquinas e equipamentos florestais. Curiosamente, nada disso foi mencionado no Requerimento de Suspensão da OPA.

42. O valor da Operação Klabin divulgado é de USD 1,160 bilhão, sujeito a eventuais ajustes nos termos do contrato celebrado. Por óbvio, nem a Ofertante nem a Argucia tiveram acesso ao referido contrato, de modo que diversas minúcias certamente não foram consideradas. Esse fato, por si só, já seria suficiente para invalidar a exemplificação.

43. Utilizando a média da taxa de câmbio do dólar na data do fato relevante que divulgou a referida operação (de R\$ 4,866), chega-se ao valor total de R\$ 5,644 bilhões - e não R\$ 5,8 bilhões, conforme mencionado pela Argucia. Ou seja, com uma simples adequação de taxa de câmbio, alcança-se substancial diferença de R\$ 155,4 milhões nos "cálculos" apresentados pela Argucia.

44. Ainda, nota-se que a Argucia menciona que a aquisição implica um valor de R\$ 35,3 mil por hectare de madeira em pé, o que não está escrito em nenhum lugar da apresentação divulgada pela Klabin em 21 de dezembro de 2023. Trata-se, portanto, de um simples palpite da Argucia.

45. Nesse sentido, fica evidente que não há qualquer fundamento na comparabilidade de operações distintas para fins de precificação da OPA, considerando que esse não foi um critério de avaliação adotado nem pela UHY, nem pela Meden. Todas as informações sobre outros players mencionadas no Requerimento de Suspensão da OPA são, portanto, irrelevantes, devendo ser desconsideradas pela CVM.

IV. INADEQUAÇÃO DO RECURSO "ALTERNATIVO"

46. Do ponto de vista processual, o Requerimento de Suspensão da OPA é ininteligível.

47. Assim dispõe a Argucia:

["]36. Pelas razões ora expostas, impõe-se a IMEDIATA adoção do expediente previsto no Artigo 4º, § 2º, II, da Resolução CVM nº 85, de 2022, determinando-se a suspensão da OPA até a retificação das irregularidades acima apontadas.

37. Alternativamente, considerando que o deferimento do pedido de registro da OPA foi tornado público em 19 de dezembro de 2023, por meio de divulgação de Fato Relevante, requer-se que seja o presente requerimento recebido como Recurso ao e. Colegiado contra o deferimento da OPA por essa Superintendência.["]

48. Em virtude da falta de clareza do Requerimento de Suspensão da OPA, é possível apenas se intuir tratar-se de um recurso - embora o efetivo requerimento recursal seja alternativo ao pedido de suspensão da OPA.

49. Em sendo um recurso, aplica-se a Resolução CVM nº 46, de 31 de agosto de 2023 ("RCVM 46"), que trata sobre a tramitação de processos administrativos não sancionadores no âmbito do Colegiado. Nessa hipótese, o Requerimento de Suspensão da OPA deveria contemplar pleito fundamentado, com enfoque específico na decisão que deferiu o registro da OPA.

50. Isso não ocorreu, contudo. Preferiu a Argucia requestrar argumentos genéricos já endereçados em outro Processo Administrativo, bem como formular pedido absolutamente amplo e indeterminado, dificultando sobremaneira a atuação da CVM e a apresentação de outros elementos processuais por parte da Ofertante, sem contar

que o fato impede que a Companhia (que não fora instada a se manifestar por esta D. CVM) apresente seu contraditório, em evidente inépcia da manifestação da Argúcia, que fere os princípios do devido processo legal.

51. Em razão das incontornáveis dúvidas procedimentais que orbitam o Requerimento de Suspensão da OPA, é de fundamental importância que esta D. CVM requeira esclarecimentos da Argúcia para identificar, de forma precisa e específica, o formato jurídico a ser conferido ao pleito – se mera manifestação ou se recurso ao r. Colegiado.

V. CONCLUSÃO

52. O Requerimento de Suspensão da OPA – somado às diversas outras iniciativas adotadas pela Argúcia no Processo CVM nº 19957.004400/2023-18 – deixa evidente que a Argúcia pretende exercer seus direitos de forma inadmissível, em um exemplo didático de litigância de má-fé e de abuso de minoria.

53. Não há qualquer elemento técnico, contábil, lógico ou jurídico capaz de suportar as queixas da Argúcia no Requerimento de Suspensão da OPA. Nesse sentido, o pleito da Argúcia deve ser indeferido.

54. A Argúcia simplesmente não acatou o preço alcançado no Laudo Meden e quer se valer desta diligente CVM como instância recursal – o que é de todo inadmissível.

55. É evidente a inexistência de qualquer espécie de irregularidade ou ilegalidade no Laudo Meden, sendo absolutamente infundado o pedido de suspensão da OPA."

IV. Nossas Considerações

38. 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."

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 elaboração do laudo de avaliação, que por sua vez deve observar os requisitos constantes 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

Laudo de avaliação

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 do art. 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 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.

§ 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 assembléia 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."

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."

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." (grifo nosso)

45. Ademais, sobre a competência da CVM para aferir o preço apurado em avaliação, entendemos que é esclarecedor 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:

"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)

47. Nesse sentido, o Colegiado da CVM, no âmbito do próprio processo de registro da OPA, em reunião realizada na data de 26/09/2023, já manifestou entendimento de que cabe à CVM, como mero disciplinador do disposto nos arts. 4º e 4º-A da LSA, regulamentar o procedimento de revisão de preço de uma OPA 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 opinar sobre a seleção das premissas utilizadas em um laudo de avaliação, conforme transcrição parcial abaixo:

"Trata-se de recurso interposto por Brascorp Participações Ltda. ("Recorrente" ou "Ofertante"), contra entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE, manifestado 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 foi protocolado na CVM em 18.05.2023.

A análise do pedido de registro da OPA foi suspensa devido ao processo de elaboração de nova avaliação, nos termos do art. 4º-A da Lei nº 6.404/1976 ("LSA") e do art. 28 da Resolução CVM nº 85/2022 ("Resolução CVM 85"). O tema objeto do recurso está relacionado ao referido processo de nova avaliação, 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.

(...)

*Quanto ao pleito de que a Nova Avaliadora seja obrigada 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", a SRE ressaltou que **"o novo avaliador deverá observar estritamente o regramento contido na Resolução CVM 85 na elaboração da nova avaliação, com destaque aos requisitos" constantes nos arts. 9º e 10 e o Anexo C. A esse respeito, a SRE destacou que "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"**.*

(...)

***Nesse sentido, na visão da SRE, "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", "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"**.*

Sobre esse ponto, a SRE fez referência ao voto do ex-diretor da CVM Wladimir Castelo Branco Castro, no precedente referente ao Processo CVM nº RJ2002/7753, acompanhado de forma unânime pelo Colegiado da CVM, em reunião de 17.04.2003, no sentido de 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."

Portanto, na visão da SRE, 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.

Nada obstante, segundo a SRE, caberia à 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.

De outra forma, conforme ressaltado pela Área Técnica, 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. No entendimento da SRE, 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").

No mesmo sentido, a SRE observou que o Parecer de Orientação CVM nº 01/78, apesar de tratar de tema diverso do tema em análise no presente caso, elucida, em seu item 13, questão conceitual importante, qual seja, que a CVM não deve julgar o mérito das avaliações dos preços das companhias.

Por outro lado, a SRE ressaltou que, 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.

Nesse contexto, considerando que o real valor intrínseco de uma companhia é decorrência da interação complexa de muitos fatores financeiros e econômicos - muitos de difícil observação - no entendimento da área técnica, caberia ao avaliador, utilizando seu conhecimento e sua experiência, emitir sua opinião, estimando o valor de uma companhia.

Nesse sentido, segundo a SRE, ainda que o pleito de convocação de assembleia especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação elenque como "elementos de convicção (...)" questões relacionadas a premissas adotadas que já foram utilizadas em outras avaliações sem qualquer questionamento, caso haja 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, na visão da área técnica, para justificar o pleito em questão, legitimando a discussão "interna societatis" que a própria Lei prevê.

(...)

Isto posto, a SRE destacou 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".

Da mesma forma, segundo a SRE "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".

(...)

Em conclusão, o Colegiado, por unanimidade, tendo em vista o pedido de desistência do recurso apresentado pelo Recorrente, decidiu pelo conhecimento do tema objeto do recurso sob a forma de consulta e acompanhou o entendimento da área técnica, consubstanciado no Ofício Interno nº 95/2023/CVM/SRE/GER-1 e complementado pelo Ofício Interno nº 96/2023/CVM/SRE/GER-1, no sentido de que, com base nos elementos do caso concreto, o pedido de convocação de assembleia especial prevista no art. 4º-A da LSA para a escolha da instituição responsável pela elaboração de nova avaliação da Eucatex foi legítima por ter observado os requisitos legais previstos no § 1º do art. 4º-A da LSA. (grifos nossos)

48. Assim, com base na manifestação do Colegiado acima, podemos verificar que não cabe à CVM realizar julgamento sobre a seleção das premissas utilizadas em um laudo de avaliação, devendo os acionistas que discordarem das premissas utilizadas em uma avaliação de companhia objeto da OPA, se titulares de mais de 10% das ações de emissão da companhia em questão, apresentarem requerimento aos administradores dessa companhia, incluindo elementos de convicção, que, em seu entendimento, demonstrem falha ou imprecisão no laudo de avaliação dessa companhia, solicitando que os referidos administradores convoquem a assembleia especial prevista no art. 4º-A da LSA.

49. 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*").

50. Nesse sentido, na 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.

51. 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, além de informações gerenciais fornecidas pela companhia avaliada e que julgue consistentes, emitir sua opinião, estimando o valor de uma companhia.

52. Nesse sentido, entendemos que não cabe à CVM realizar julgamento sobre os elementos de convicção apresentados, a menos que representem erros técnicos ou materiais, 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 45.

53. De volta ao caso concreto, verificamos que a fundamentação apresentada no Recurso alega a existência de uma suposta inconsistência entre o investimento em ativo biológico e a exaustão desse ativo na perpetuidade, período em que o laudo de avaliação projeta um crescimento real zero no fluxo de caixa da Companhia, conforme trecho abaixo transcrito do Recurso:

"6. Esse erro ou, melhor dizendo, essa evidente inconsistência de premissas, está no item Ativo Biológico, especificamente quando se aponta os valores do CAPEX e da exaustão projetados na perpetuidade.

7. Antes de entrar no tópico, cumpre apenas pontuar o alerta de Aswath Damodaran sobre um dos erros clássicos em laudos de avaliação que acatam acriticamente as

premissas informadas pela administração da companhia avaliada:

"Um número surpreendente de avaliações utiliza previsões de receita e lucros fornecidas pela administração da empresa. [...] Os riscos são múltiplos: [...] (iii) Finalmente, as previsões gerenciais podem representar um conjunto de premissas que são inconsistentes. Por exemplo, a gerência pode prever um crescimento de receita de 10% ao ano nos próximos dez anos, com pouco ou nenhum novo gasto de capital nesse período." (...)

8. No caso do Laudo Meden, a situação é o oposto da situação retratada por Damodaran, entretanto, é igualmente inconsistente. Afinal, há a manutenção de um gasto de capital indicativo de um crescimento de receita, sem que essa se materialize pois - conforme admitido pela própria administração - atingir-se-á, a partir de 2028 e pela perpetuidade, o limite de produção em todos os seguimentos de atuação da Companhia.

9. Quando se analisam as estimativas futuras feitas no Laudo Meden, antes do investimento em Ativo Biológico entre 2023 e 2027 soma R\$650 milhões e é 58% (R\$ 240 milhões) superior ao montante de exaustão do Ativo Biológico, que totaliza R\$ 410 milhões no período. Importante ressaltar que a Meden Consultoria teria tido acesso a um Estudo de Avaliação do Ativo Biológico, fornecido pela administração da Eucatex, com data base de junho de 2023 (p. 30, Laudo Meden), de modo que o utiliza em sua avaliação para as estimativas com relação à evolução do valor do Ativo Biológico da Eucatex nesse período pré-perpetuidade. Esse resultado apresenta uma valorização do Ativo Biológico a Valor Justo em 2027 de 62% (R\$528 milhões), em relação a 2023, sendo que o montante investido acima da exaustão (R\$240 milhões) gerou uma Atualização a Valor Justo no Ativo Biológico de R\$288 milhões. Os números estão reproduzidos na tabela abaixo:

10. Ocorre que esse hiato é mantido na perpetuidade, quando a Companhia informa que - repita-se - alcançou o limite de produção em todos os seus seguimentos de atuação! A mesma premissa de investimento em Ativo Biológico, 58% superior à exaustão, é apresentada em conjunto com a premissa de crescimento zero na receita e com as estimativas de crescimento do valor justo do Ativo Biológico reportada no Laudo Meden. Trata-se de grave inconsistência.

11. Afinal, assumindo a premissa de crescimento zero no volume de produção utilizada, é de se esperar que o investimento em Ativo Biológico, consistente com essa premissa, seja aquele que permita a manutenção deste ativo no mesmo nível, repondo os Ativos Biológicos exauridos. Ora, se o CAPEX realizado no ativo biológico para plantar uma muda é menor do que o valor desta árvore em pé, motivo pela qual a avaliação a valor de mercado do ativo biológico gera um ajuste a valor justo positivo, deveríamos ter na perpetuidade, com zero de crescimento, o valor da árvore cortada (exaustão deste ativo biológico) maior que o CAPEX necessário para replantar uma muda (CAPEX no ativo biológico), pois estaríamos repondo o valor de mercado da árvore cortada com o capex necessário para sua reposição. E não o contrário como consta do Laudo Meden!"

54. Não obstante a argumentação acima transcrita, entendemos que o fato de o laudo de avaliação projetar crescimento real zero para o fluxo de caixa da Companhia na perpetuidade não necessariamente obriga o Avaliador a estimar que os valores previstos de investimento em ativo biológico sejam iguais ou inferiores à exaustão desses ativos. No cenário projetado pelo laudo de avaliação, o Avaliador utilizou, por julgar consistentes, as previsões de investimento em ativo biológico previstas pela Companhia e como exaustão desse ativo o custo histórico do investimento realizado, conforme detalhado em sua manifestação.

55. Esse cenário foi projetado de acordo com o setor de atuação da Companhia e com base nas premissas utilizadas no laudo de avaliação, sendo esse laudo, ressaltamos, conforme o art. 2º do Anexo C da Resolução CVM 85, uma opinião fundamentada do Avaliador.

56. Podemos citar outro precedente, o qual contou com o laudo de avaliação elaborado pela KPMG Corporate Finance Ltda no âmbito da OPA para cancelamento de registro de Getnet Adquirência e Serviços para Meios de Pagamento S.A. - Instituição de Pagamento ("Getnet") datado de 26/10/2022 (Processo CVM nº 19957.006926/2022-51) no qual verificou-se que, apesar da previsão de um crescimento real nulo na perpetuidade da Getnet, utilizou-se valores de investimento superiores à depreciação prevista, em razão do setor de atuação da Getnet. Nesse contexto, a fundamentação utilizada foi de que "A Empresa investe uma proporção constante do fluxo de caixa operacional bruto, suficiente para repor a sua depreciação, manter o ritmo de lançamentos de produtos e atualização tecnológica de seus equipamentos e sistemas, conforme investimento adicional à depreciação demonstrado ao longo do período explícito"

57. Entendemos que a diferença existente entre o investimento e a exaustão ou depreciação na

perpetuidade possa causar o questionamento por alguns acionistas de que não haverá crescimento de receita proporcional a essa diferença de investimento no cenário projetado pelo Laudo de Avaliação, no entanto, conforme esclareceu o Avaliador, "(...) o Laudo de Avaliação realizado teve como objetivo o cálculo do valor justo das ações da Eucatex, não se prestando, portanto, para fazer a avaliação do valor justo de qualquer ativo ou passivo de forma individualizada", conforme trecho abaixo:

"41) Importante ressaltar também que o Laudo de Avaliação realizado teve como objetivo o cálculo do valor justo das ações da Eucatex, não se prestando, portanto, para fazer a avaliação do valor justo de qualquer ativo ou passivo de forma individualizada.

42) Por este motivo, qualquer tentativa de inferência do valor justo do ativo biológico da companhia, através única e exclusivamente da leitura do laudo, não obterá respaldo no Laudo de Avaliação por nós emitido.

43) Dessa forma, mantemos nosso posicionamento no que diz respeito ao fato de que, em relação à discrepância suscitada sobre a exaustão projetada do Ativo Biológico, que poderia parecer discordante dos valores projetados de investimento anteriormente apresentados, entendemos que tal aspecto é natural e decorre do fato de que a exaustão do ativo (projetada no Laudo de Avaliação para fins de apuração do fluxo de caixa descontado da Eucatex e, conseqüentemente, apurar seu valor justo) foi calculada com base em seu valor de custo histórico, que, em regra, mostra-se substancialmente inferior em relação aos valores de investimento que são pautados nos valores correntes de mercado."

58. Sendo assim, não identificamos erros técnicos ou materiais no Laudo de Avaliação que devessem ocasionar a suspensão da oferta em andamento ou a alteração das premissas utilizadas no laudo e, conseqüentemente, os valores apurados na avaliação da Companhia.

59. Cabe lembrar que no curso do processo de registro da OPA, o preço da Oferta foi submetido ao procedimento de revisão de preço previsto no art. 4º-A da LSA, por iniciativa da própria Recorrente, sendo sua indicação de novo avaliador, a Meden, escolhida na assembleia especial de titulares de ações em circulação para escolha de novo avaliador.

60. Nesse sentido, caso o preço da Oferta já não tivesse sido submetido ao procedimento de revisão supra, entendemos que os argumentos apresentados contra as premissas utilizadas no laudo de avaliação possivelmente poderiam ser utilizados como "elementos de convicção" para subsidiar a iniciativa de revisão de preço conforme previsto no art. 4º-A da LSA, mas ressaltamos que tal procedimento já ocorreu, por iniciativa da própria Recorrente, sendo escolhido em assembleia especial um avaliador de sua indicação.

61. Assim, entendemos que não cabe à CVM realizar julgamento sobre as premissas utilizadas no laudo de avaliação consideradas consistentes e ausentes erros técnicos ou materiais, haja vista que a determinação das premissas deve ser assunto "*interna societatis*", ressaltando que tal discussão já ocorreu na presente OPA, não sendo previsto na LSA mais de uma revisão de preço da Oferta.

62. Dessa forma, ante a todo o exposto, mantemos nosso entendimento de que o referido documento atendeu à regulamentação aplicável, ressaltando que não identificamos no laudo de avaliação de Eucatex S.A. - Indústria e Comércio, elaborado pela Meden Consultoria Empresarial Ltda., erros nas premissas a serem retificados.

V. Conclusão

63. 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 a OPA por aumento de participação da Eucatex S.A. - Indústria e Comércio não deve ser suspensa, pois entendemos que o laudo de avaliação que determinou o valor econômico da Companhia contempla os pressupostos previstos na regulamentação aplicável.

64. Nada obstante, como o leilão da OPA está marcado para 19/01/2024, caso o Colegiado da CVM não venha a deliberar sobre o caso até a véspera do leilão, entendemos que a OPA deverá ser suspensa até uma conclusão da análise do presente Recurso, evitando, assim, eventual prejuízo de difícil ou incerta reparação.

Atenciosamente,

DIOGO LUÍS GARCIA
Analista GER-1

GUSTAVO LUCHESE UNFER
Gerente de Registros - 1
(em exercício)

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.

MARIA LÚCIA MACIEIRA DE MELLO

Superintendente Geral (substituta)

[1] "Avaliação de empresas. 2ªed. São Paulo: Pearson, 2007. 84."

[2] "Em razão do APA, a Investidora adquirirá um percentual de aproximadamente 13% (treze por cento) do capital total da Companhia em ações ordinárias e cerca de 38% (trinta e oito por cento) do capital da Companhia em ações preferenciais." (Fato Relevante de 24 de janeiro de 2023)."

[3] "Para fins de clareza, todas as referências ao Laudo Meden, saldo indicação em sentido contrário, farão referência à versão datada de 7 de dezembro de 2023 e não às versões anteriores."

[4] "Avaliação de empresas. 2ªed. São Paulo: Pearson, 2007. 84."

[5] "SOUTE, Dione Olesczuk. et al. Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. Revista UnB Contábil, Brasília, v. 11, n 1-2, p. 1-17, jan./dez. 2008"

[6] "De acordo com a própria Argúcia: "1. A título de esclarecimento inicial, parte dos temas ora tratados foram e continuam sendo analisados por essa Superintendência no Processo CVM nº 19957.004400/2023-18, que se anexa apenas para a hipótese de que este Requerimento seja recebido como Recurso ao e. Colegiado da CVM (Anexo 1). Sem prejuízo e até por conta dessa eventualidade, de modo a facilitar a análise dos temas a seguir expostos, os principais aspectos do caso estão sendo aqui repetidos." (g.n.)"

[7] "Nos termos da ata da Assembleia Especial: "c) Aprovar a contratação da instituição avaliadora Meden Consultoria Empresarial Ltda, segundo proposta apresentada no valor de R\$ 198.300,00 (cento e noventa e oito mil e trezentos reais), com 154.400 votos favoráveis, em detrimento da proposta apresentada pela instituição avaliadora Apsis, no valor de R\$ 179.000,00 (cento e setenta e nove mil reais), com 0 votos, e pela instituição avaliadora RSM Brasil Consultores Associados Sociedade Simples, no valor de R\$ 115.000,00 (cento e quinze mil reais), com 35.000 (trinta e cinco mil) votos.""

[8] "O único eventual impacto é indireto, aplicável ao cálculo do IRPJ e da CSLL!"



Documento assinado eletronicamente por **Diogo Luis Garcia, Analista**, em 11/01/2024, às 10:22, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Gerente Substituto**, em 11/01/2024, às 10:25, 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 11/01/2024, às 10:53, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Maria Lucia Macieira de Mello, Superintendente Geral Substituto**, em 11/01/2024, às 10:57, 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 **1956762** e o código CRC **C3C5BB03**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1956762** and the "Código CRC" **C3C5BB03**.*