



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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.004081/2023-41

Reg. Col. 2929/23

Recorrente: Argucia Capital Gestão de Recursos Ltda.
Assunto: Recurso contra decisão da SRE – OPA por aumento de participação de Eucatex S.A. – Indústria e Comércio
Relator: SRE/GER-1
Voto: Diretora Marina Copola

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho integralmente o Ofício Interno nº 5/2024/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício Interno”), e voto pelo não provimento do recurso interposto. Aproveito para trazer algumas considerações sobre os laudos de avaliação exigidos em ofertas públicas de aquisição, e relembrar alguns aspectos do sistema estabelecido pela Lei nº 6.404/76 para tratar das tensões que podem cercar sua elaboração.

2. O laudo de avaliação é peça fundamental em determinadas OPAs por ser o documento que baliza o preço a ser ofertado aos acionistas. Nessas operações, os vendedores em geral nada têm a ver com o evento que deu origem à obrigação de aquisição das ações (como o aumento em participação no capital social ou a decisão de cancelamento de registro). Os adquirentes, por outro lado, são compelidos a contratar um terceiro independente e a incorrer em um custo de aquisição. De modo bastante relevante, quando os adquirentes possuem uma relação mais próxima com a companhia aberta, o laudo é exigido pela regulamentação (cf. art. 4º, inciso VI, e 9º, caput, da Resolução CVM nº 85¹). É fácil perceber

¹ “Art. 4º. (...) VI – sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou por pessoa a ele vinculada, a OPA deve ser instruída com laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle, ressalvado o disposto no art. 33, § 6º, II;

(...)

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.”



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

www.cvm.gov.br

que há diversos incentivos contrapostos atuando neste processo.

3. Ainda no que diz respeito ao laudo, boa parte das tensões decorre, a meu ver, da interação entre dois elementos principais: o juízo do avaliador e a qualidade das informações que lhe são providas. Minha intenção é tratar do segundo assunto – isto é, dos possíveis dilemas que surgem quando a fonte dessas informações é a companhia e seus administradores – mas é impossível separá-lo do primeiro, por isso falarei deste muito rapidamente.

4. Assim, mesmo nos casos em que não há qualquer controvérsia aparente, é um fato que o processo avaliativo sempre contém alguma carga de subjetividade. É comum que se destaquem os riscos associados à opinião do avaliador, mas ater-se exclusivamente a este aspecto é, para mim, um equívoco. Isso porque, ao menos em tese, um olhar mais crítico e calibrado para a realidade vindo de um terceiro independente pode conferir melhores condições para que se alcance um valor, ou uma faixa de valores, que possam ser considerados “justos” para os destinatários da oferta.

5. Essa também é uma das razões pelas quais a CVM tem se recusado – no meu entendimento, acertadamente – a adentrar discussões sobre preço. A primeira e principal razão para essa negativa, é claro, está relacionada com a própria vocação do regulador de mercado, voltada a assegurar a divulgação adequada de informações, e não a realizar um julgamento sobre a qualidade da oferta. O Ofício Interno faz referência expressa a isso, ao colacionar o voto do ex-diretor Wladimir Castelo Branco Castro no Processo CVM nº RJ-2002-7753, d. em 17/04/2003.

6. Mas não é difícil conceber um segundo motivo, que envolve uma deferência à especialização da função do avaliador. Evidentemente, essa deferência pressupõe capacitação técnica e integridade do prestador de serviço, ainda que não se negue que a margem de subjetividade permitida aos avaliadores também possa acobertar comportamentos impróprios.

7. A lei, aliás, reconhece tais riscos, e por isso criou um importante mecanismo para salvaguardar os direitos dos destinatários da oferta. Me refiro ao pedido de segundo laudo que



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

www.cvm.gov.br

pode ser formulado nos termos do art. 4º-A da Lei nº 6.404/76 por acionistas que, em conjunto, detenham no mínimo 10% das ações em circulação. Este segundo laudo, foi, inclusive, obtido no presente caso.

8. De qualquer forma, muito se comenta sobre a possibilidade de desvirtuamento do processo por parte dos avaliadores, mas o que eu gostaria de destacar neste voto é uma outra perspectiva frequentemente esquecida: a da companhia como fonte de informações gerenciais, e dos seus administradores (e, eventualmente, do acionista controlador) como pontos de contato com os próprios avaliadores.

9. A Resolução CVM nº 85 dispõe expressamente no art. 10 que “[os administradores e o acionista controlador devem fornecer ao avaliador informações verdadeiras, completas, claras, objetivas e suficientes para a elaboração do laudo.”². Mas vale lembrar que, em se tratando do controlador e dos administradores de companhia aberta, também recaem deveres impostos pela Lei nº 6.404/76 (notadamente, no caso dos administradores, os “deveres fiduciários”). Em outras palavras: a tutela dos acionistas de mercado não se dá apenas por via do art. 4º-A da lei acionária, mas também pela observância daqueles deveres.

10. A sensibilidade do contexto de uma oferta pública para tais acionistas exige que, na dinâmica com os avaliadores, as pessoas referidas no art. 10 da Resolução CVM nº 85 atuem com a diligência, a lealdade e a independência necessárias, a despeito de quem seja o ofertante.

11. Não há dúvidas quanto à competência da autarquia para efetuar esta espécie de análise. Sendo este o caso, a próxima pergunta então passa a ser: quais os limites de tal exame?

12. Penso que no caso concreto a área técnica deu uma boa demonstração do que se espera, cotejando a racionalidade das justificativas apresentadas com as demonstrações financeiras. Reitero: não cabe à CVM imiscuir-se na adequação do preço ofertado e,

² Cf. também o art. 4º do Anexo C à Resolução: “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.”



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

www.cvm.gov.br

reconhecidamente, há uma linha tênue entre um e outro campo de investigação.

13. Entretanto, uma análise, com essas limitações, acerca do cumprimento dos deveres que recaem nos termos da lei sobre acionistas controladores e administradores, não é inédita para a área técnica. Tampouco as conclusões aqui trazidas deveriam surpreender os administradores de companhias abertas, vez que não é de hoje que a autarquia vem entendendo que a demonstração do cumprimento de deveres fiduciários pode, conforme o caso (frise-se), demandar cuidados adicionais.

14. Em resumo: nada disso é novo, mas me pareceu importante lembrar que, ainda que a CVM não influa, e não deva influir, na fixação do preço da oferta, ela está atenta a todos esses aspectos atinentes à dinâmica das avaliações em processos de oferta pública.

São Paulo, 16 de janeiro de 2024.

Marina Copola

Diretora