

**Interessados:** Dendron Participações Ltda.

Dixie Toga S.A.

**Assunto:** Pedido de Dendron Participações S.A. CCVM de registro de OPA para cancelamento de registro de Dixie Toga S.A. com procedimento diferenciado.

**Diretor Relator:** Luciana Dias

### Relatório

1. Trata-se de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") apresentado nos termos do art. 4º, §4º, da Lei n.º 6.404/76 e do art. 9º da Instrução CVM n.º 361, de 2002, por Dendron Participações Ltda. ("Dendron" ou "Ofertante") para cancelamento de registro de companhia aberta de sua controlada Dixie Toga S.A. ("Dixie Toga" ou "Companhia"), nos termos do art. 16 da Instrução CVM n.º 361, de 2002.
2. A OPA objeto do presente processo visa a 13,90% do capital social da Companhia, representados por 1.231 ações ordinárias e 38.198.155 ações preferenciais de sua emissão. A Ofertante apresentou, juntamente com o pedido inicial de registro de OPA, um laudo de avaliação, baseado no critério do fluxo de caixa descontado, indicando um preço justo de R\$2,40 por ação de emissão da Companhia ("Laudo de Avaliação").
3. O Laudo de Avaliação foi datado de 13.05.2010, com data base de 31.12.2009. Por essa razão, referido laudo deixou de contemplar eventos que ocorreram no primeiro trimestre do ano de 2010, entre a data base utilizada pelo Laudo e a data da divulgação da OPA, tais como (i) alteração de valores de participação na American Plast S.A. ("AP") e Insit Embalagens Ltda. ("Insit") e (ii) aquisição da Alcan Brasil Ltda. ("Alcan").
4. O registro da OPA foi inicialmente concedido pela SRE. No entanto, a omissão dos eventos mencionados no item 3 acima, ensejou a apresentação de recurso contra a decisão que concedeu o registro à OPA pela acionista Lanx Capital Investimentos Ltda. ("Lanx Capital"), distribuído ao Diretor Eli Loria (Processo CVM n.º RJ-2010-14197).
5. No recurso Lanx Capital alegou, em síntese, que seria necessária a elaboração de um novo laudo de avaliação, que considerasse os eventos relevantes ocorridos após a data base do Laudo de Avaliação, com fundamento nos seguintes fatos:
  - i. o laudo de avaliação deve apurar o valor econômico da companhia nos termos do art. 8º, §3º, III, da Instrução CVM n.º 361, de 2002, devendo tal apuração ser feita na data do próprio laudo;
  - ii. seria inaceitável a declaração do avaliador de preço justo no passado, acrescida de um esclarecimento pelo próprio Ofertante das razões pelas quais a declaração de preço justo do passado não considerou eventos posteriores, como consta do edital;
  - iii. somente podem ser utilizados dados defasados quando a autorização for expressamente prevista pelo dispositivo normativo, como ocorre no caso do art. 8º, §3º, III, da Instrução CVM n.º 361, de 2002;
  - iv. os fatos relevantes ocorridos entre a data base utilizada pelo laudo de avaliação e a data de divulgação da OPA devem ser considerados pelo avaliador; a alteração de valores de participação na AP e Insit e a aquisição da Alcan não teriam sido contempladas pelo Laudo de Avaliação, pois ocorridas após a data base considerada;
  - v. especificamente no que diz respeito à participação na AP, a Lanx Capital alega que o Laudo de Avaliação estimou o intervalo compreendido entre R\$33.722 mil e R\$35.540 mil para o valor justo de 100% do capital da AP, enquanto que em 15.03.2010, a Companhia divulgou Comunicado ao Mercado informando haver contratado naquela data a aquisição da totalidade das ações detidas pelos acionistas minoritários da AP um valor de R\$61.696 mil;
  - vi. no caso da Insit, o Laudo de Avaliação estimou o intervalo compreendido entre R\$26.386 mil a R\$28.087 mil para o valor justo da Insit, enquanto nos termos do ITR da Companhia divulgado no dia seguinte ao da emissão do Laudo de Avaliação o referido valor justo seria de R\$40.000 mil; e
  - vii. por fim, a Itap Bemis Ltda., controlada da Dixie Toga, adquiriu, em 01.03.2010, por aproximadamente R\$188 milhões, a Alcan, o que deixou de ser considerado pelo Laudo de Avaliação, mesmo representando cerca de 30% do valor total atribuído pelo Laudo de Avaliação à Companhia.
6. Com base em tais elementos, o Colegiado revogou o registro da OPA, acompanhando o voto do relator Diretor Eli Loria, no sentido de que "eventos ocorridos entre a data base utilizada pelo avaliador e a data do laudo e que afetem os negócios sociais devem ser considerados pelo mesmo, não implicando uma intromissão da CVM quanto aos aspectos materiais do laudo que, inclusive, poderá concluir pelo mesmo valor da companhia objeto" (fls. 734).
7. Posteriormente à decisão do Colegiado, sobrevieram fatos que serão importantes para o julgamento do presente feito, quais sejam:
  - i. a Ofertante apresentou pedido de dispensa de apresentação de laudo de avaliação, com fulcro no art. 34 da Instrução CVM n.º 361, de 2002 (fls. 712/713);
  - ii. a Ofertante alterou o preço ofertado na OPA, que passou a ser de R\$3,50 por ação, ajustado pela variação do CDI desde 23.02.2011 até a liquidação financeira da OPA; e
  - iii. acionistas titulares de cerca de 98% do total das ações em circulação manifestaram concordância com o novo preço oferecido pela Ofertante, tendo alguns deles manifestado expressamente concordância com a não apresentação de novo laudo de avaliação (fls. 760/774).
8. Está em discussão, portanto, nos presentes autos o registro de OPA com dispensa de apresentação do laudo de avaliação, nos termos do art. 34 da Instrução CVM n.º 361, de 2002, uma vez que (i) o laudo apresentado não contempla os fatos relevantes ocorridos entre a data base utilizada e a divulgação da OPA, e (ii) a Ofertante requereu dispensa de apresentação de novo laudo de avaliação.
9. Em vista da superveniência de fatos e documentos que permeiam o presente processo e levando-se em conta que houve a interposição de recurso contra decisão da SRE de concessão do registro à OPA, recurso esse que tramitou em autos apartados, entendo que a adoção de um formato cronológico facilitará a compreensão do caso, conforme disposto a seguir:

- i. em 15.06.2010, a SRE apresentou o ofício OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/N.º716/2010 indicando exigências que deveriam ser cumpridas pela Ofertante para prosseguimento do pedido de registro (fls. 193/195);
- ii. em 22.06.2010, a BM&FBovespa autorizou a realização da operação no seu sistema de negociação (fls. 199);
- iii. em 24.06.2010, a Ofertante apresentou, em cumprimento às solicitações feitas pela SRE, esclarecimentos e novos documentos sobre a OPA a ser realizada (fls. 200/400). Em 1º.07.2010, a Ofertante apresentou novos documentos complementando a documentação anterior (fls. 401/415);
- iv. em 26.07.2010 a SRE enviou novas exigências à Ofertante para prosseguimento do pedido de registro (fls. 419/420);
- v. em 06.08.2010, a Ofertante apresentou novos esclarecimentos e documentos relativos às exigências apresentadas pela SRE (fls. 425/612);
- vi. em 06.09.2010 a Ofertante apresentou complementação de esclarecimentos (fls. 613/655). Em 10.09.2010 a Ofertante apresentou nova minuta de Edital de OPA (fls. 656/693);
- vii. em 13.09.2010 a SRE se manifestou favoravelmente à concessão do registro da OPA, tendo em vista que a Ofertante cumpriu as exigências apresentadas pela mesma SRE. No mesmo dia, foi enviado ofício à Ofertante comunicando o deferimento do registro de oferta pública de aquisição de ações (fls. 694);
- viii. em 23.09.2010, a acionista Lanx Capital Investimentos Ltda. apresentou, nos termos da Deliberação CVM n.º 463, de 2003, recurso ao Colegiado contra decisão da SRE que concedeu o registro à OPA, tendo sido designado como relator do recurso o Diretor Eli Loria (Processo CVM n.º RJ-2010-14197);
- ix. em 26.10.2010, o Colegiado acompanhou o voto do relator Diretor Eli Loria deliberando o deferimento do recurso de Lanx Capital Investimentos Ltda. e a conseqüente revogação da decisão de concessão do registro da OPA (fls. 727/736);
- x. em 29.10.2010, a SRE encaminhou ofício à Ofertante comunicando a decisão do Colegiado da CVM de revogação da decisão de concessão do registro da OPA (fls. 709);
- xi. em 03.11.2010, a Ofertante apresentou pedido de dispensa de apresentação do laudo de avaliação, com fundamento no art. 34 da Instrução CVM n.º 361, de 2002;
- xii. em 07.12.2010, os autos foram remetidos para apreciação do Colegiado, tendo sido distribuídos para minha apreciação e julgamento em 25.01.2011;
- xiii. em 16.03.2011, a Ofertante apresentou correspondências enviadas por acionistas da Companhia, manifestando a sua concordância com o novo preço ofertado (R\$3,50 por ação), de modo que os titulares de 87% das ações em circulação no mercado estão de acordo com o preço ofertado; além disso a Ofertante requereu a dispensa de novo laudo de avaliação; e
- xiv. em 24.03.2011, a Ofertante apresentou novas correspondências enviadas por acionistas da Companhia, também manifestando concordância com o preço ofertado, de modo que acionistas titulares de 98% das ações em circulação estão de acordo com o novo preço ofertado.

É o relatório.

#### Voto

1. O presente voto trata do pedido da Ofertante de adoção de procedimento simplificado, com dispensa de laudo de avaliação, nos termos do art. 34 da Instrução CVM n.º 361, de 2002, fundamentado nos seguintes fatos supervenientes à decisão do Colegiado de 26 de outubro de 2010: (i) a Ofertante e os acionistas entraram em negociações, e em decorrência de tais negociações a Ofertante fez nova proposta, na qual o preço passou de R\$2,40 para R\$3,50 por ação, ajustado pela variação do CDI desde 23.02.2011 até a liquidação financeira da OPA; e (ii) acionistas titulares de cerca de 98% do total das ações em circulação manifestaram concordância com tal proposta.
2. Não se pretende, portanto, reformar ou aditar a decisão tomada pelo Colegiado, em 26 de outubro de 2010. O Colegiado naquela oportunidade entendeu que eventos ocorridos entre a data base utilizada pelo avaliador e a data do laudo de avaliação devem ser incorporados ao laudo se afetarem de forma significativa os negócios sociais. Este entendimento é correto e somente reflete o item II, do Anexo III, da Instrução CVM n.º 361, de 2002, que é claro ao estabelecer que o laudo de avaliação que instrui o pedido de registro de OPA deve refletir a realidade e o valor justo da companhia na data da respectiva elaboração, confira-se:  
  
"II – O laudo de avaliação da companhia objeto refletirá a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração e deverá ser constituído de uma análise fundamentada de valor, nos termos estabelecidos neste Anexo, não devendo a referida opinião ser entendida como recomendação do preço da oferta, o qual deve ser determinado pelo ofertante."
3. Entendo, assim, em linha com a deliberação do Colegiado já manifestada nestes autos, que o novo laudo necessário teria que contemplar os eventos supervenientes ocorridos entre a data base utilizada pelo laudo e a divulgação da OPA, a saber: alteração de valores de participação na AP e Insit e aquisição da Alcan.
4. Dessa forma, a presente decisão versa exclusivamente sobre se, diante das novas circunstâncias, um novo laudo de avaliação é necessário para que se prossiga com a OPA de fechamento de capital.
5. O art. 34 da Instrução CVM n.º 361, de 2002<sup>[1]</sup>, outorga à CVM a possibilidade de apreciar as condições excepcionais de cada caso, autorizando ou não a dispensa ou a aprovação de procedimentos e formalidades a serem observados pelo Ofertante. O §1º, do art. 34 da Instrução CVM n.º 361, de 2002<sup>[2]</sup>, indica de forma não exaustiva, as situações em que procedimentos excepcionais podem se justificar.
6. Além dos exemplos encontrados no §1º, do art. 34 da Instrução CVM n.º 361, de 2002, os precedentes da CVM relativos aos dispositivos acima mencionados indicam que o Colegiado tem deferido a dispensa de apresentação de laudo de avaliação em ofertas públicas quando o preço justo a ser pago pelas ações de emissão companhia pode ser: (i) aferido pelos acionistas com base em alternativas e parâmetros alheios ao laudo de avaliação<sup>[3]</sup>; ou (ii) presumido, uma vez que partes independentes (ofertante e acionistas) negociam e manifestam sua concordância com o preço apresentado pelo ofertante<sup>[4]</sup>.
7. Os precedentes dessa casa, portanto, aceitam a composição entre partes independentes como um dos critérios válidos para aferição de preço justo nos termos do §4º, do art. 4 da Lei nº 6.404, de 1976<sup>[5]</sup>. Essa composição foi algumas vezes considerada suficiente para dispensa de laudo de avaliação.
8. No presente caso, acionistas titulares de 98% do total das ações em circulação, com base em negociações privadas havidas após a rejeição do

laudo de avaliação pela CVM, em 26 de outubro de 2010, manifestaram concordância com a nova proposta do Ofertante. Assim, embora o laudo fosse inadequado por desconsiderar operações relevantes ocorridas entre a sua data base e a data de sua efetiva emissão, partes independentes compuseram seus interesses e chegaram a um preço considerado justo por elas (R\$3,50 por ação, ajustado pela variação do CDI desde 23.02.2011 até a liquidação financeira da OPA). A esse respeito, convém informar que a própria Lanx Capital, acionista que apresentou recurso contra a decisão da SRE de concessão do registro da OPA objeto do presente processo, manifestou sua concordância com o novo preço oferecido e seu compromisso de participar da OPA, dispensando a apresentação de novo laudo de avaliação.

9. Assim, em vista de tão ampla margem de aceitação dos acionistas titulares das ações de emissão da Companhia ainda em circulação, entendo que este caso se aproxima de precedentes em que a CVM decidiu, com razoabilidade, que o laudo de avaliação era dispensável porque partes independentes negociam e manifestam sua concordância com um determinado preço independente da existência de uma avaliação especializada consubstanciada em um laudo.
10. Diante do acima exposto, entendo que, nos termos do art. 34 da Instrução n.º 361, de 2002, estão presentes elementos capazes de caracterizar como excepcional a situação em que se encontram a Ofertante e a Companhia, e voto no sentido de deferir o pedido dispensa de laudo de avaliação, em linha com os precedentes da CVM, instruindo a Ofertante a apresentar novo Edital de OPA com as atuais condições da oferta à SRE para apreciação e processamento do registro.

Rio de Janeiro, 26 de abril de 2011.

**Luciana Dias**

Diretora

[\[1\]](#) "Art. 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso."

[\[2\]](#) "§1º São exemplos das situações excepcionais referidas no *caput* aquelas decorrentes:

I - de a companhia possuir concentração extraordinária de suas ações, ou da dificuldade de identificação ou localização de um número significativo de acionistas;

II - da pequena quantidade de ações a ser adquirida frente ao número de ações em circulação, ou do valor total, do objetivo ou do impacto da oferta para o mercado;

III - da modalidade de registro de companhia aberta, conforme definido em regulamentação própria;

IV - de tratar-se de operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo, ou com atividades paralisadas ou interrompidas; e

V - de tratar-se de operação envolvendo oferta simultânea em mercados não fiscalizados pela CVM."

[\[3\]](#) Cf. Processo CVM RJ-2003-12825, Relatora Diretora Norma Jonssen Parente, j. 21.01.2004; e Processo CVM RJ2003/7909, 28.10.2003.

[\[4\]](#) Cf. "A dispensa de laudo de avaliação em OPA realizada pelo acionista controlador, a despeito do que dispõe o art. 8º da referida Instrução, tem sido admitida em casos nos quais a finalidade a que se presta o laudo – indicar parâmetros para os acionistas questionarem se o valor ofertado é justo ou não – possa ser atingida por outra maneira", Processo CVM RJ-2005-0225, Relatora Diretora Norma Jonssen Parente, j. 19.04.2005; e "A CVM decidiu inúmeras vezes que a negociação entre partes independentes deve ser aceita como indicadora de preço justo, e chegou até a autorizar a dispensa de apresentação de laudo de avaliação com base nessas negociações" Processo CVM RJ-2007-3296, Relatora Diretora Maria Helena Santana, j. 31.10.2007.

[\[5\]](#) Cf. Processo CVM RJ-2003-12825, Relatora Diretora Norma Jonssen Parente, j. 21.01.2004; Processo CVM RJ2003/7909, 28.10.2003; Processo CVM RJ-2005-0225, Relatora Diretora Norma Jonssen Parente, j. 19.04.2005; e Processo CVM RJ-2005-7473, j. 06.12.2005.