

Assunto: Recurso contra entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE

Recorrente: LANX Capital Investimentos Ltda.

Diretor-relator: Eli Loria

RELATÓRIO

Trata-se de recurso ao Colegiado (fls.01/17), nos termos da Deliberação CVM nº 463/03, protocolado em 23/09/10 pela acionista LANX Capital Investimentos Ltda. ("LANX" ou "Recorrente"), contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE de conceder o registro à Oferta Pública de Aquisição de Ações - OPA para cancelamento de registro de companhia aberta de Dixie Toga SA ("DIXIE" ou "Companhia") formulada por Dendron Participações Ltda. ("DENDRON" ou "Ofertante") no âmbito do Processo CVM Nº RJ2010/8551.

A LANX já havia protocolado reclamação em 10/06/10 quanto aos critérios utilizados pelo avaliador, Ernest Young Assessoria Empresarial Ltda., datado de 13/05/10, no cálculo do valor econômico da Companhia, pelo fluxo de caixa descontado.

A OPA, após atendimento de exigências formuladas pela SRE, foi registrada na CVM em 13/09/10, sendo o edital publicado em 17/09/10 e o leilão originalmente marcado para 19/10/10. A SRE concedeu efeito suspensivo em 24/09/10 (fls.34), tendo a Ofertante protocolado em 04/10/10 (fls.52/60) sua manifestação. Em 06/10/10 a SRE encaminhou ao SGE o MEMO/SRE/GER-1/Nº189/2010 (fls.67/79) propondo a manutenção de seu entendimento. Foi sorteado relator na reunião do Colegiado realizada em 14/10/10.

Conforme relatado pela SRE, a OPA visa 13,90% do capital social da Companhia, 1.231 ações ordinárias e 38.198.155 ações preferenciais, ao preço de R\$ 2,40 por ação, pago à vista e corrigido pela variação da taxa CDI desde 13/05/10, no valor original total potencial de R\$ 91.678.526,40.

O preço foi definido com base no critério do fluxo de caixa descontado, com dados referentes à data base de 31/12/09, conforme consta do laudo de avaliação, datado de 13/05/10. Contra tal laudo de avaliação insurge-se a Recorrente, considerando que a divulgação, no edital da OPA, da informação de que o mesmo não reflete os eventos relevantes, não produz o efeito que a ele se pretendeu conferir de atestar o preço justo de que trata o art. 4º¹ da lei societária.

Dessa forma, a Recorrente alega ser 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, e considera que o Laudo de Avaliação não cumpre com sua função prevista em lei.

A Recorrente entende ser necessário que se determine a elaboração de novo laudo, que considere os eventos relevantes ocorridos após 31/12/09 e até 13/05/10, sob pena da declaração de justiça do preço ser falsa, ou correr risco substancial de ser falsa. Ademais, alega que o laudo de avaliação apresentado quando do registro de qualquer oferta deve apurar o valor econômico da companhia objeto por ação, segundo o art. 8º, § 3º, III², da Instrução CVM nº 361/02, e tal apuração deve ser feita na data do laudo.

A Recorrente alega, ainda, que a Instrução CVM nº 361/02 quando quis autorizar a informação com dados eventualmente defasados, o fez expressamente, como no caso do art. 8º, § 3º, II, que trata do "valor de patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas enviadas à CVM", concluindo que o valor econômico da DIXIE apurado no Laudo de Avaliação é o valor econômico na data do laudo, isto é, no dia 13/05/10.

A LANX entende que fatos relevantes ocorridos entre a data base utilizada pelo laudo de avaliação e a data do próprio laudo ou da divulgação da oferta devem ser necessariamente considerados pelo avaliador em uma oferta para cancelamento de registro, mencionando que os valores pagos pelas participações em American Plast SA ("AP") e Insit Embalagens Ltda. ("INSIT"), no primeiro trimestre de 2010, são superiores aos valores constantes do laudo de avaliação e que a aquisição de Alcan Brasil Ltda. ("ALCAN"), em março de 2010, não foi considerada no Laudo.

No caso, a Recorrente alega que o laudo de avaliação estimou o intervalo de valor justo para 100% do capital da AP de R\$33.722 mil a R\$35.540 mil, enquanto, em 15/03/10, a DIXIE divulgou Comunicado ao Mercado informando haver contratado naquela data a aquisição da totalidade das ações detidas pelos acionistas minoritários da AP por US\$13,5 milhões, preço que, implicitamente, atribuía a 100% da AP um valor de R\$61.696 mil.

O mesmo para a INSIT, subsidiária da DIXIE, para a qual o Laudo de Avaliação estimou o valor justo no intervalo entre R\$26.386 mil a R\$28.087 mil e, no entanto, segundo informado no ITR da DIXIE divulgado no dia seguinte ao da emissão do laudo de avaliação, a Companhia havia adquirido em janeiro de 2010 os 10% (dez por cento) do capital social da INSIT detido por terceiros pelo preço de R\$ 4.000 mil, o que implica em uma avaliação de R\$ 40.000 mil para o total do ativo.

A Recorrente alega, ainda, que a Itap Bemis Ltda., controlada da DIXIE, adquiriu, em 01/03/10, por US\$104,6 milhões (aproximadamente R\$188 milhões) a ALCAN, o que não foi considerado nas projeções utilizadas pelo Avaliador na elaboração do laudo de avaliação, mesmo representando aproximadamente 30% do valor total atribuído pelo Laudo de Avaliação à DIXIE.

A Ofertante, por seu turno, alega, de plano, que a suspensão da OPA trouxe prejuízos aos minoritários interessados em alienar suas participações. Ademais, que a legislação societária brasileira outorga aos acionistas minoritários a faculdade de requerer aos administradores da companhia objeto que convoquem uma assembléia especial dos acionistas representantes das ações em circulação, trazendo determinados parâmetros "de forma a exatamente impedir que práticas não equitativas e abusivas por parte de acionistas de companhias abertas – tais como as utilizadas pela Recorrente até o momento – sejam adotadas e, por conseguinte, impeçam a realização de operações no mercado em benefício de um interesse particular."

Segue informando ter publicado Fato Relevante, em 20/05/10, disponibilizando o laudo de avaliação da DIXIE e indicando procedimentos para que os acionistas minoritários solicitassem a convocação de Assembléia Especial dos titulares de ações em circulação no mercado da DIXIE para deliberar sobre a realização de nova avaliação da Companhia.

A Ofertante afirma que tal prazo expirou em 04/06/10 sem qualquer manifestação de acionistas minoritários da Companhia, inclusive da Recorrente, que manifestou-se a respeito do laudo "após o prazo legal para qualquer reclamação relativa à avaliação da Companhia." (grifo no original), destacando que a Recorrente nem mesmo tentou reunir acionistas minoritários necessários para exercer a faculdade prevista no art. 4-A³ da Lei nº 6.404/76.

Entende, ainda, tratar-se de uma atitude oportunística da Recorrente que adquiriu ações um pouco antes do pedido de registro da OPA, tendo adquirido um lote suplementar logo após tal divulgação.

Segue dando por indiscutível que a CVM somente revisa os requisitos formais e não os quesitos materiais da avaliação de companhias abertas e que o laudo de avaliação foi elaborado com base nas últimas informações periódicas disponibilizadas ao público, 31/12/09, visto que o 1º ITR não havia sido divulgado na data da solicitação do registro da OPA, entendendo que o laudo "não poderia considerar quaisquer informações entre a sua data base e a data de solicitação do registro da OPA, já que, caso assim o fizesse, tal prática acarretaria em divulgação de informações privilegiadas ao mercado, prática vedada pela legislação aplicável."

Ademais, alega a Ofertante que a preparação de um laudo demanda tempo e esforços consideráveis e, por esta razão, afirmar que o laudo de avaliação deve expressar o valor da companhia objeto na data de sua emissão não seria correto, sendo aceitável um lapso temporal entre a data-base da avaliação e a data de emissão do laudo de avaliação.

Quanto às transações questionadas, a Ofertante aduz que as motivações para as aquisições estão divulgadas no Formulário de Referência da Companhia e que os valores são condicionados pela necessidade das partes em adquirir ou vender suas participações, o que pode afastar os valores pagos dos preços justos e justifica o pagamento de ágio por entender que tais negócios fortalecem e consolidam a sua participação no mercado de embalagens de plásticos rígidos no Brasil e na Argentina, além de outras informações.

Enfatiza, ainda, ter recebido manifestação de três acionistas, representando 74,27% das ações em circulação (46,86%, 25,17% e 1,56%), que se comprometeram a alienar as suas ações na OPA (fls.61, 62 e 63), pelo que a conduta da Recorrente seria abusiva e prejudicial aos minoritários e à Companhia.

A SRE manifestou-se contrária à pretensão da Recorrente no sentido de que a elaboração do laudo de avaliação tem por objetivo subsidiar os acionistas minoritários, quanto à sua adesão à OPA, visando assegurar tratamento equitativo aos acionistas, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, nos termos do art. 4º da Instrução CVM nº 361/02, sendo muitas vezes objeto de dispensa.

Segue destacando o entendimento de que não cabe à CVM adentrar no mérito do preço ofertado nas OPAs, citando a decisão do Colegiado, de 21/3/2007, no âmbito do Processo CVM nº RJ2007/1996.

No caso, a SRE entendeu que os princípios mencionados no dispositivo normativo e na manifestação do Colegiado foram devidamente observados quando da inclusão de esclarecimentos no edital e no laudo que instruem a OPA, no sentido de que o laudo se baseou nas últimas informações periódicas disponibilizadas ao mercado pela DIXIE até a data do protocolo do mesmo na CVM.

Note-se que não foram consideradas para fins do laudo de avaliação a aquisição, em março de 2010, pela Itap Bemis Ltda. (controlada da DIXIE) da ALCAN, Envaril Plastic Packaging S.R.L. e Envatrip SA e nem as aquisições ocorridas também em 2010 de participações minoritárias na AP, Dixie Toga Argentina SA e INSIT.

A SRE considerou suficiente a divulgação em Edital pela Ofertante dessas participações adicionais.

Assim, a SRE considerou, ainda, que os critérios utilizados pelo avaliador encontravam-se justificados no âmbito da OPA, ressaltando a manifestação favorável de acionistas representantes de, pelo menos, 74,27% das ações objeto da OPA, mencionando as seguintes decisões do Colegiado: (i) Processo CVM Nº RJ2007/14928; (ii) Processo CVM RJ2003/12825; e, (iii) Processo CVM Nº RJ2003/7909.

VOTO

Em resumo, a questão trazida pela Recorrente é se os fatos relevantes ocorridos entre a data base do laudo de avaliação e a data de emissão do laudo devem ser considerados pelo avaliador.

De início esclareço que o fato de o Recorrente ser acionista recente ou de que o mesmo não buscou outros acionistas para atingir o quórum mínimo de 10% das ações em circulação para requerer a convocação de assembleia especial, solução posta pelo art. 4º-A[4] da lei societária, não me sensibilizam, uma vez que a CVM foi criada, dentre outros motivos, para proteger os titulares de valores mobiliários contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas e, portanto, a CVM pode e deve ser acionada por investidores inconformados como no caso sob análise.

Quanto ao caso concreto, iniciarei minha manifestação pela análise dos processos administrativos citados pela SRE:

- Processo CVM Nº RJ2007/14928 (Geodex Communications SA - OPA para cancelamento de registro – 26/02/08) – o pleito foi no sentido de dispensar (i) leilão em bolsa de valores; (ii) elaboração e publicação de edital de oferta pública; (iii) utilização do critério do preço médio ponderado de cotação das ações da Geodex em sua avaliação; e (iv) utilização do critério do valor econômico por ação da Geodex em sua avaliação. A decisão autorizativa considerou a pequena quantidade de acionistas minoritários, 32 acionistas com 1,18% do capital, com cadastros atualizados na companhia, e pelo fato de o único ativo da companhia ser seu caixa, nos termos do art. 34, § 1º, I e II, da Instrução CVM Nº 361/02.
- Processo CVM Nº RJ2003/12825 (Fertilizantes Fosfatados SA - OPA por aumento de participação – 21/01/04) – o pleito foi no sentido de dispensar o laudo de avaliação. A decisão autorizativa considerou o baixo impacto da operação no mercado e a pequena quantidade de ações que se encontram em circulação a ser adquirida, 70 acionistas com 0,35% das ações ordinárias em circulação no mercado, nos termos do art. 34, §1º, II, da Instrução CVM Nº 361/02.
- Processo CVM NºRJ2003/7909 (Trikem SA - OPA por aumento de participação - 28/10/03) – o pleito foi no sentido de dispensar o laudo de avaliação em operação de permuta. A decisão autorizativa considerou que as transações entre partes não relacionadas, que serviram de comparação, envolveram a própria espécie de ações objeto da OPA e não de ações de empresas semelhantes, além de acionista detentor de 7,1% das ações ordinárias da companhia, representando 99,965% das ações em circulação, ter declarado aceitar as condições da permuta oferecidas na OPA.

Da narrativa acima se depreende que os antecedentes citados pela SRE são de pouca valia para a apreciação do caso em comento, tratando-se de situações excepcionais ao amparo do art. 34[5] da Instrução CVM Nº 361/02.

Por outro lado, tem-se o Processo CVM Nº RJ2008/1594 que teve apreciada e indeferida proposta de termo de compromisso em seu âmbito nas reuniões de Colegiado realizadas em 12/08 e 16/12/08.

O caso tratou de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações - OPA para cancelamento do registro de companhia aberta da Companhia Brasileira de Cartuchos – CBC ("CBC"), protocolado pelo Banco Fator SA em 12/03/07, na qualidade de instituição intermediária contratada por DFV

Participações SA ("DFV"), ofertante da OPA.

A SRE formulou exigências relativas ao laudo de avaliação, destacando-se especialmente que o mesmo não contemplava o impacto da aquisição da totalidade das ações de uma empresa pela companhia objeto, por 7 milhões de euros, embora a data de elaboração do laudo fosse posterior à da divulgação e efetiva aquisição em tela.

A ofertante, ao acatar as exigências da SRE apresentou novo laudo de avaliação da CBC alterando o valor econômico da CBC em 3% ou 4% do valor da companhia. Logo em seguida, o Governo do Estado do Rio Grande do Sul concedeu incentivo fiscal para a fabricação de produtos elaborados pela CBC, o que poderia trazer impacto positivo no faturamento da companhia, sendo realizada nova atualização do laudo de avaliação, o que alterou, para maior, o preço de aquisição das ações objeto da OPA. Ao fim a OPA para cancelamento do registro foi registrada em 25/09/07, com a elevação do preço por ação de R\$24,08 para R\$35,36.

Dessa forma, verifica-se que, no caso, foram considerados os eventos ocorridos até a data de elaboração do laudo uma vez que as informações do laudo devem completas, precisas, atuais, claras e objetivas, consoante o item I, do Anexo III, da Instrução CVM Nº 361/02.

Ademais, as informações do laudo deverão ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada e, adicionalmente, podem ser fundamentadas em informações gerenciais fornecidas pela administração e em informações disponíveis ao público em geral.

Note-se, ainda, que o item II, do Anexo III, da Instrução CVM Nº 361/02, determina que o avaliador dê a sua opinião na data de elaboração do laudo de avaliação:

"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." (grifei)

A questão posta pela Ofertante de que os ágios pagos nos aumentos de participação relatados têm por fundamento razões estratégicas, que não afetam o valor dos investimentos calculado pelo método do fluxo de caixa descontado, não invalidam o raciocínio. Simplesmente se está dizendo que a pessoa competente para analisar tal situação é o avaliador e não o ofertante.

A importância de que se reveste o laudo de avaliação se depreende do próprio texto legal (art. 4º [6](#) da Lei Nº 6.404/76) que somente admite o cancelamento do registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado mediante oferta pública por preço justo. E esse preço justo não pode ser inferior ao valor da avaliação da companhia.

Entendo, portanto, 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.

Diante do exposto, Voto por revogar a decisão da SRE de conceder o registro da OPA em questão e por determinar que a SRE exija da Ofertante que solicite ao avaliador a atualização do valor da companhia objeto que consta do laudo de avaliação, considerando os fatos ocorridos entre a data base e a data de emissão do laudo de avaliação e relatados no Edital.

É o voto.

Rio de Janeiro, 26 de outubro de 2010.

Eli Loria

Diretor-relator

[\[1\]](#) Art. 4º Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:

...

II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA;"

[\[2\]](#) Art. 8º Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto.

...

§3º O laudo de avaliação deverá observar o disposto no Anexo III desta Instrução, e indicará os critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável pela sua elaboração, contendo, ainda, no mínimo e cumulativamente, o seguinte: (§ com redação dada pela Instrução CVM nº 436/06)

...

III – valor econômico da companhia objeto por ação, calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente;"

[\[3\]](#) Art. 4o-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4o do art. 4o."

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

[\[5\]](#) 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.

§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.
- §2o A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta."

[6](#)"§ 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."