



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO Nº 94/2017-CVM/SEP/GEA-3

Assunto: **Recurso contra decisão da SEP**

Elekeiroz S.A.

Processo CVM nº 19957.002727/2016-26

Senhor Superintendente,

I. **Introdução**

1. Trata-se de novo recurso (documento SEI nº 0328717) interposto pela Elekeiroz,[\[1\]](#) contra posicionamento da SEP (documento SEI nº 0321128), dessa vez impugnando determinação de divulgação de laudo de avaliação da Nexoleum, utilizado no contexto da aquisição dessa sociedade pela Companhia.
2. Este relatório analisa o recurso e acrescenta comentários à manifestação do investidor Levy Szmargd (documento SEI nº 0334910), em vista de decisão já proferida pelo Colegiado no caso concreto (documento SEI nº 0305846).

II. **Contexto**

3. Inicialmente, esclareço que os Relatórios nº 65/2016-CVM/SEP/GEA-3 ("[Relatório 65](#)", documento SEI nº 0117967) e 82/2016-CVM/SEP/GEA-3 ("[Relatório 82](#)", documento SEI nº 0135662) contém uma descrição mais detalhada dos fatos e o presente relatório limita-se apenas ao indispensável para compreensão do novo recurso.
4. A Companhia adquiriu participação de 50% no capital da Nexoleum, pelo valor de R\$ 15 milhões. Para determinar se essa aquisição seria submetida a assembleia geral e ensejaria direito de recesso, a Elekeiroz contratou a Grant Thornton para a elaboração de um laudo de avaliação do patrimônio líquido da Nexoleum a preços de mercado ("[Laudo](#)").
5. O Laudo apurou um valor de R\$ 28 milhões. Com base nesses números e no que dispõe o art. 256 da Lei 6.404/76, concluiu-se que a aquisição não seria deliberada em assembleia geral da Elekeiroz nem ensejaria direito de retirada.
6. O presente processo se originou com a consulta da Companhia buscando confirmar que (i) duas patentes detidas pela Nexoleum – determinantes para os R\$ 28 milhões apurados – deveriam ser consideradas na avaliação, (ii) deveriam sê-lo pelo fluxo de caixa esperado pela exploração econômica das patentes, uma vez que não havia mercado líquido para tais patentes e (iii) esse fluxo pudesse se pautar pela perspectiva de um potencial comprador.
7. É importante destacar que há reiteradas manifestações de investidores, neste processo e no processo CVM SP-2016-159, com questionamentos sobre a avaliação, sendo um deles anterior ao pedido de consulta formulada pela Elekeiroz, e pedidos de

acesso ao Laudo, o qual até o momento vem sendo mantido em sigilo.

8. Ao responder a consulta, a SEP concordou que as patentes deveriam ser levadas em consideração no Laudo, porém discordou do uso do fluxo de caixa esperado nas patentes, no contexto de uma avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado, ou que pudesse se pautar pela perspectiva de um potencial comprador.
9. Inconformada, a Companhia recorreu ao Colegiado e teve seu pleito acolhido. O Colegiado admitiu a possibilidade de avaliação de ativos por métodos baseados no resultado de sua exploração econômica, desde que observadas determinadas condições, notadamente aquelas delineadas nos parágrafos 27 a 35 do voto do diretor relator.
10. Entre essas condições, destacam-se (i) a necessidade de se tomar a perspectiva que os participantes do mercado em geral teriam e (ii) usar, na maior medida possível, informações observáveis. Conseqüentemente, eventuais sinergias com um adquirente específico, por exemplo, não deveriam ser consideradas.
11. Apesar de demarcar essas diretrizes para a avaliação, o voto do diretor relator não se posicionou sobre se o laudo usado no caso concreto estaria ou não aderente a tais diretrizes. Em vez disso, propôs que a Companhia fosse intimada e avaliasse se o Laudo atendia as condições assinaladas.
12. Em linha com essa determinação, a SEP fez questionamentos à Companhia e à Grant Thornton (documento SEI nº 0305946). Como esses questionamentos e as respectivas respostas estão diretamente ligados ao presente recurso, serão vistos em mais detalhes na seção seguinte.

III. Questionamentos da SEP e a determinação de divulgação do Laudo

13. A Elekeiroz e a Grant Thornton consideram que o Laudo está aderente às condições especificadas no voto do diretor relator.
14. Essa afirmação justificou questionamentos da parte da SEP porque o próprio Laudo afirma que:

“as projeções utilizadas para cálculo do valor presente líquido, segundo a metodologia de fluxo de caixa descontado (DFC), são baseadas em premissas informadas pela administração da Elekeiroz S.A., sendo que a Grant Thornton não se responsabiliza pela veracidade das mesmas”.

15. E, no entanto, a Companhia e a Grant Thornton apresentaram à SEP alegações como:

“sempre que possível, a Grant Thornton fez uso de dados observáveis para verificar a razoabilidade das premissas utilizadas nas projeções de fluxo de caixa, bem como efetuou de forma independente análise das 5 forças do mercado de plastificantes, onde o risco de novos entrantes e de produtos substitutos foi considerado”; e

“a Grant Thornton utilizou, sempre que possível, dados observáveis para a definição das premissas a serem utilizadas para as projeções de fluxo de caixa e cálculo do valor presente, tais como dados da indústria química e do segmento de plastificantes, dados de fontes externas para o cálculo da taxa de desconto e benchmarks de indicadores de custo/receita de indústrias similares”.

16. A SEP então provocou a Companhia e a Grant Thornton (documento SEI nº 0321128) a esclarecer essas aparentes contradições e, caso mantivesse o entendimento de que não havia, efetivamente, contradições, desse publicidade ao Laudo, nos termos do art. 56 da Instrução CVM nº 480/09.

17. Todavia, a Elekeiroz manteve sua posição pela inexistência de contradição e, ainda assim, pleiteou que o Laudo continuasse sendo tratado como confidencial, resultando daí, portanto, o recurso ora em exame.

IV. Recurso

18. Ao sustentar a inexistência de contradição, a Companhia argumentou resumidamente que:

- a) a Companhia obteve informações sobre produtos fabricados pela Nexoleum junto a diversas fontes, inclusive seus acionistas originais – essas informações foram compartilhadas com a Grant Thornton e poderiam ser obtidas por qualquer participante do mercado que adquirisse as patentes;

- b) a Grant Thornton considerou uma série de informações fornecidas pela Companhia sobre o mercado de plastificantes, tais como: (a) estimativas de *market share* por produto e evolução dessa métrica; e (b) projeções de preço e volumes das vendas;

- c) a Grant Thornton teve liberdade para (a) questionar os administradores da Elekeiroz sobre premissas e informações compartilhadas, (b) validá-las junto a fontes externas, quando existentes e (c) introduzir novas informações e ajustes, quando julgasse adequado; e

- d) o Laudo reflete esse esforço da Grant Thornton, por exemplo, nas análises do mercado e indústria química no Brasil e custo de capital, constantes das páginas 11 a 15 e 24 e 25.

19. A Grant Thornton apresentou resposta à CVM (documento SEI nº 0328718), negando a existência de qualquer contradição entre o Laudo e a resposta apresentada a CVM.
20. No entanto, além de apresentar detalhes de como foi realizado o seu trabalho de avaliação, acrescentou que, além das informações sobre *market share*, utilizou informações obtidas junto a Elekeiroz sobre projeções de vendas e custos:

"Estas informações, junto com as premissas de projeções de vendas e custos (refletidas nas páginas 19 e 20 do Laudo), foram fornecidas de forma a subsidiar a elaboração do fluxo de caixa descontado. O julgamento que fizemos sobre os dados utilizados indicaram que essas informações são razoáveis. além disso, considerando que as informações fornecidas foram obtidas diretamente pelo interessado comprador (Elekeiroz), não há porque supor que as mesmas contenham algum viés, assim como não observamos qualquer indício nesse sentido".

21. Para defender que o Laudo permanecesse sem ser divulgado, a Companhia ponderou em resumo que:

- a) o Laudo não é um documento obrigatório pela Lei 6.404/76 e foi produzido como forma de obter uma avaliação independente e qualificada, no âmbito da verificação de eventual necessidade de realização de assembleia geral prevista no art. 256 da mesma Lei;

- b) constatada a desnecessidade dessa assembleia, não existe obrigação de que os documentos que serviram de base para essa análise sejam divulgados;

- c) esse Laudo não se confunde com o laudo exigido pelo parágrafo 1º do artigo 256 da Lei nº 6.404/76, para ser submetido à assembleia geral, caso verificados quaisquer dos parâmetros do caput, sendo incabível tratar o Laudo sob a ótica das Instruções CVM nº 480 e 481;

- d) o Laudo foi apresentado à CVM exclusivamente para permitir a análise da consulta

que a Companhia lhe submeteu, com intuito de confirmar o seu entendimento sobre aspectos específicos da avaliação das patentes;

e) o Laudo contém elementos sensíveis, notadamente as informações sobre o mercado de plastificantes, que direcionam decisões estratégicas, inclusive quantos aos planos de negócio da Companhia, que poderiam deixá-la em desvantagem em relação a concorrentes;

f) nenhum prejuízo foi ou poderá ser causado aos acionistas, tendo em vista que todas as informações cuja divulgação era exigida, nos termos da regulamentação, efetivamente foram divulgadas;

g) divulgar o Laudo seria penalizar quem agiu de modo conservador, buscando contratar uma avaliação independente e consultar a CVM sobre determinados aspectos do tema; e

h) há precedentes da CVM preservando a confidencialidade de laudos de avaliação como medida de preservação do interesse social.

V. **Análise do recurso**

Aderência do Laudo à decisão da CVM

22. Como visto, a Grant Thornton afirmou que informações usadas na avaliação lhe foram repassadas pela Elekeiroz e que ela própria, Grant Thornton, não se responsabiliza por tais informações.
23. Não é simples conciliar essa afirmação com as posteriores declarações da mesma Grant Thornton de que teve liberdade para questionar tais informações, validá-las junto a fontes externas e ajustá-las.
24. Afinal, se havia tal margem para análise dos dados recebidos da Elekeiroz, seria de se esperar que o avaliador se responsabilizasse por eles. Quem mais se responsabilizaria, senão quem teve a oportunidade de questioná-los, validá-los e ajustá-los? Dificilmente a Companhia se responsabilizaria, ao menos de modo integral, inclusive porque uma das razões pelas quais se contrata um avaliador externo é justamente se distanciar em alguma medida do resultado final da avaliação.
25. Talvez se tenha pretendido dizer que a Elekeiroz repassou informações “brutas”, sobre as quais a Grant Thornton tenha exercido algum senso crítico, mas não uma verificação autônoma. Nessa leitura, a autodeclarada exoneração de responsabilidades pela Grant Thornton poderia ser interpretada como alcançando esses dados “brutos”, e não o produto final da análise sobre esses dados.
26. Ainda que essa seja a forma correta de interpretar os fatos, permanece sendo verdadeiro que a avaliação das patentes foi influenciada substancialmente por elementos não observáveis, comunicados pela Elekeiroz. Ou seja, o uso do Laudo como justificativa para não incidência do art. 256 da Lei 6.404/76 é discutível, mesmo sob essas premissas.
27. Adicionalmente, não se vislumbram diligências adicionais que poderiam contribuir para esclarecer aspectos factuais pertinentes ao caso, especialmente uma vez que a Companhia e a Grant Thornton já foram questionadas.
28. Neste sentido, considerando que o Colegiado deixou em aberto a possibilidade de o Laudo atender os requisitos de sua decisão e propôs a intimação da Companhia para avaliar essa possibilidade, entendemos oportuno compartilhar com o Colegiado a possibilidade de reavaliar, à luz da resposta recebida, se de fato o Laudo está em consonância com a decisão anterior.

Necessidade de divulgação do Laudo

29. A SEP determinou que, se a Companhia mantivesse sua posição de que o Laudo atende as diretrizes fixadas pelo Colegiado, desse publicidade a esse Laudo, nos termos do art. 56 da Instrução CVM nº 480/09.
30. Inicialmente, é importante lembrar que o art. 56 da Instrução CVM nº 480/09 permite à SEP solicitar informações adicionais às expressamente previstas nesta própria norma. A Instrução CVM nº 480/09, por sua vez, ao assim dispor, o faz em linha com disposições legais, como, por exemplo, os art. 8º e 9º da Lei 6.385/76, que conferem à CVM a prerrogativa de requerer e determinar a divulgação de informações necessárias para o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários.
31. Portanto, não têm pertinência nessa discussão alegações de que a Companhia já teria prestado todas as informações obrigatórias pelas normas em vigor ou de que, por esse motivo, nenhum prejuízo poderia resultar aos investidores.
32. O que cabe discutir é se essa exigência de informações adicionais é justificada neste caso concreto. Para esse fim, é importante sopesar o custo da divulgação com o benefício dela esperado.
33. Em relação aos custos, não haverá um ônus financeiro direto para a Companhia, pois o Laudo já foi contratado e produzido. A mera divulgação do documento aos investidores não depende de novos desembolsos financeiros.
34. Em tese, pode-se pensar em um ônus de exposição de dados que a administração da Elekeiroz preferisse não divulgar por questões estratégicas. Na prática, essa preocupação resta bastante mitigada pelo seguinte:
 - a) o Laudo não avalia a própria Elekeiroz, e sim a Nexoleum;
 - b) segundo a Companhia afirmou em seu esforço de justificar a aderência do Laudo à decisão do Colegiado, a avaliação feita não considera sinergias na combinação de suas atividades com as da Nexoleum, inclusive no que tange ao uso das patentes;
 - c) o Laudo adota a perspectiva de um potencial comprador das patentes em mercado – ou seja, não se baseia em especificidades que a Elekeiroz pode ter considerado para tomar essa decisão;
 - d) no que tange a perspectivas da Companhia sobre o setor em geral, o formulário de referência já impõe que informações dessa natureza sejam divulgadas; e
 - e) o nível de detalhe em que as informações são discutidas no Laudo não aparenta divergir das informações que usualmente constam em laudos de avaliação em geral, que muitas vezes são divulgados ao mercado, inclusive por exigência normativa, sem que por isso se suscite um prejuízo às companhias envolvidas na avaliação.
35. Por outro lado, haveria benefícios importantes com a divulgação do Laudo.
36. O primeiro e mais evidente seria para que os acionistas avaliassem de modo mais acurado a decisão da Companhia envolvendo uma aquisição relevante. É inegável que existe um interesse nessa informação, pois acionistas já se manifestaram nesse sentido, inclusive neste mesmo processo e antes de a Companhia apresentar a consulta à CVM.
37. Merece ser destacado que, a prevalecer a posição sustentada pela Companhia sobre o Laudo e seus efeitos, os valores nele apontados terão sido decisivos para que não se aplicasse ao caso o art. 256 da Lei 6.404/76. Consequentemente, os acionistas não foram chamados a deliberar sobre a aquisição – oportunidade em que receberiam as informações contidas no Laudo – nem puderam exercer um eventual direito de

retirada.

38. Frise-se que o uso do fluxo de caixa de um ativo no contexto de um laudo de avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado não é uma circunstância habitual na vida de companhias abertas. Ainda que possa vir a ser aceita, no mínimo, justificou todas as cautelas constantes na decisão já proferida pelo Colegiado.
39. Portanto, é bastante razoável que os agentes de mercado tenham a oportunidade de efetuar um maior escrutínio sobre o Laudo e suas conclusões.

VI. **Manifestação do investidor Levy Szmaragd**

40. O investidor em questão apresentou manifestação dirigida ao Colegiado (documento SEI nº 0334910) em vista da decisão então proferida, razão pela qual consideramos que possa ser recebida como pedido de reconsideração desta decisão.
41. De todo modo, como a manifestação não pleiteia uma mudança da decisão, e sim a adoção de providências adicionais uma vez que a decisão foi proferida, acrescentamos breves observações sobre os pontos levantados pelo investidor.
42. Em primeiro lugar, ele postula que o “parecer final” da CVM sobre o caso ofereça aos acionistas reclamantes um prazo de 15 dias para manifestação. Sobre esse ponto, registramos que o rito decisório da CVM é aquele previsto na Deliberação CVM nº 463/03 e que os investidores não estão impedidos de trazerem seus pontos de vista ao processo.
43. Em seguida, o investidor pleiteia a divulgação do Laudo, de balanços da Nexoleum e de um segundo laudo, que teria sido elaborado pela Pricewaterhouse Auditores Independentes (“Price”), conforme consta no formulário de referência, para justificar a compra da participação na Nexoleum pela Elekeiroz.
44. Sobre esses pontos, parece ser bastante, por ora, a divulgação do Laudo, por razões já expostas anteriormente.
45. Sobre o laudo da Price, trata-se do laudo usado para que a Companhia decidisse pela aquisição da Nexoleum e, aí sim, poderia considerar sinergias e informações de cunho estratégico. Ele seria ordinariamente exigido, nos termos do art. 256, §1º, da Lei nº 6.404/76, bem como do Anexo 19, item 13, da Instrução CVM nº481/09, se a avaliação feita pela Grant Thornton tivesse apontado que o valor da aquisição da Nexoleum fora superior a 1,5 vezes o valor de seu patrimônio líquido a preços de mercado. Fora dessa situação, sua divulgação seria mandatória apenas se a SEP assim o determinasse, nos termos do art. 56 da Instrução CVM nº 480/09, o que não ocorreu até este momento.
46. De modo similar, uma eventual obrigação da Elekeiroz de divulgar a seus acionistas os balanços de uma companhia fechada também dependeria de determinação da SEP, nos termos do mesmo art. 56 da Instrução CVM nº 480/09, o que tampouco ocorreu até então.
47. Por fim, o investidor comenta que não haveria razão para a avaliação obtida no laudo elaborado pela Price ser inferior à produzida no Laudo, pois este último não teria considerado sinergias. Quanto a este ponto, entendemos não ser adequado corroborar ou questionar quaisquer inferências a seu respeito neste momento.

VII. **Pedido de vistas do investidor Levy Szmaragd**

48. O referido investidor encaminhou pedido de vistas (documento SEI nº 0338932), sendo que deferimos o referido pedido em 22.08.2017.
49. Entretanto, **não deverá ser concedido acesso:**

- a) ao documento Carta Consulta de Cia Aberta (documento SEI nº 0102150);
- b) ao documento Anexo 1-C - Laudo Avaliação preços de mercado Nexoleum (documento SEI nº 0130968); e
- c) aos documentos de identificação pessoal com foto constantes nos termos de reprodução do processo (documentos SEI nº 0108248, 0172526, 0172960, 0311270, 0311272 e 0324179).

VIII. Conclusão

50. Pelo que foi exposto acima, propomos o envio do processo à COD, para concessão de vistas, nos termos dos itens 48 e 49 deste relatório, e à SGE, com vistas ao seu posterior encaminhamento ao Colegiado, com recomendação de que:
- a) o Colegiado avalie a aderência do Laudo à decisão anterior por ele proferida neste processo;
 - b) caso entenda que o Laudo está aderente a tal decisão, indefira o recurso no tocante ao pedido de não divulgação do Laudo, mantendo a determinação de sua disponibilização ao mercado, nos termos do art. 56 da Instrução CVM nº 480/09; e
 - c) manifeste-se sobre a correspondência apresentada pelo investidor Levy Szmargd.

Atenciosamente,

[1] Exceto quando de outro modo indicado, os termos em maiúsculas têm o sentido que lhes foi atribuído no Relatório nº 82/2016-CVM/SEP/GEA-3.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 22/08/2017, às 18:22, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Machado, Analista**, em 22/08/2017, às 18:29, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza, Gerente**, em 23/08/2017, às 10:31, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0344377** e o código CRC **ADC5ACC2**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0344377** and the "Código CRC" **ADC5ACC2**.*