

COMUNICADO AO MERCADO

ELEKEIROZ S.A. ("Companhia") vem comunicar aos seus acionistas e ao mercado em geral que recebeu, no final da tarde do dia 13 de dezembro de 2018, o Ofício nº 218/2018/CVM/SEP/GEA-3 (cópia anexa), expedido no âmbito do Processo CVM nº 19957.002727/2016-26 e referente ao laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum Bioderivados Ltda, elaborado para fins do artigo 256, II, alínea b, da Lei nº 6.404/76.

Por meio do referido ofício, a Superintendência de Relações com Empresas – SEP da CVM **(i)** concluiu que o laudo de avaliação "*não se prestou a evidenciar que o art. 256 da Lei 6.404/76 teria sido cumprido, especialmente em vista do previsto no inciso II, alínea b, do caput desse dispositivo*", assim como **(ii)** determinou que a Companhia desse publicidade ao entendimento da área técnica, "*esclarecendo inclusive as medidas que pretende adotar, como, por exemplo, a apresentação de pedido de reconsideração ou o cumprimento do dispositivo legal acima mencionado*".

A Companhia analisará os documentos que subsidiaram a conclusão da SEP e, junto a seus assessores, avaliará a conveniência da adoção de medidas adicionais, as quais, em qualquer caso, serão devidamente comunicadas ao mercado.

Várzea Paulista, SP, 14 de dezembro de 2018.

Marcos Antonio de Marchi

Diretor de Relações com Investidores



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 nº 218/2018/CVM/SEP/GEA-3

Rio de Janeiro, 12 de dezembro de 2018.

Ao Senhor

Marcos Antonio de Marchi

Diretor de Relações com Investidores da

Elekeiroz S.A.

E-mail: dri@elekeiroz.com.br; marcos.demarchi@elekeiroz.com.br

Assunto: Manifestação da SEP sobre o laudo de avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum

Processo CVM nº 19957.002727/2016-26

Senhor Diretor de Relações com Investidores,

1. Referimo-nos ao laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado ("Laudo") da Nexoleum Bioderivados Ltda ("Nexoleum"), preparado pela Grant Thornton Auditores Independentes ("Grant Thornton"), em 28.03.2016, a pedido da Elekeiroz S.A. ("Elekeiroz" ou "Companhia"), para fins do artigo 256, II, alínea b, da Lei nº 6.404/76.
2. A esse respeito, com base na manifestação apresentada pela Superintendência de Normas Contábeis da CVM (memorando em anexo), a Superintendência de Relações com Empresas concluiu (relatório de análise em anexo) que o Laudo preparado pela Grant Thornton e divulgado pela Companhia não se prestou a evidenciar que o art. 256 da Lei 6.404/76 teria sido cumprido, especialmente em vista do previsto no inciso II, alínea b, do caput desse dispositivo.
3. Conseqüentemente, caso não sejam adotadas outras iniciativas para dar cumprimento a este dispositivo, os administradores da Elekeiroz poderão estar sujeitos à apuração de suas responsabilidades individuais.
4. Vale acrescentar que o cumprimento do art. 256 neste caso têm potenciais implicações quanto à realização de assembleia geral, bem como quanto ao direito de retirada de acionistas dissidentes.

5. Diante disso, determinamos que a Companhia dê a publicidade adequada ao mercado com relação ao entendimento manifestado pela área técnica da CVM, à luz de sua política de divulgação de informações, **até a abertura do pregão da B3 S.A - Brasil, Bolsa, Balcão de 17.12.2018**, esclarecendo inclusive as medidas que pretende adotar, como, por exemplo, a apresentação de pedido de reconsideração ou o cumprimento do dispositivo legal acima mencionado.

Atenciosamente,



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Machado, Analista**, em 13/12/2018, às 12:27, 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 13/12/2018, às 12:58, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 13/12/2018, às 13:07, 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 **0651675** e o código CRC **F838D716**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0651675** and the "Código CRC" **F838D716**.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 11/2018-CVM/SNC/GNC

Rio de Janeiro, 29 de outubro de 2018.

Para: SEP/GEA-3

Assunto: Nexoleum Bioderivados S.A. – Laudo de avaliação do patrimônio líquido contábil ajustado a preços de mercado: análise da aderência da avaliação aos conceitos previstos no pronunciamento CPC 46 - Mensuração do Valor Justo.

Senhor Superintendente,

Em atendimento à sua solicitação, segue nossa manifestação sobre o Laudo de avaliação (doravante Laudo) do patrimônio líquido contábil ajustado a preços de mercado da Nexoleum Bioderivados S.A. (doravante Nexoleum), particularmente sobre a sua aderência aos conceitos previstos no pronunciamento CPC 46 - Mensuração do Valor Justo.

De forma complementar, também é analisada a aderência do Laudo a conceitos de avaliação conforme previstos no pronunciamento CPC 15 “Combinação de Negócios”, além de outras análises e considerações.

1. INTRODUÇÃO

Inicialmente, é importante enfatizar a seguinte descrição sobre delimitação de escopo, conforme Memorando nº 70/2018-CVM/SEP/GEA-3, itens 6, 7 e 8:

Como mencionado no Relatório nº 94/2017-CVM/SEP/GEA-3 (SEI 0344377), a SEP não identificou medidas adicionais que pudessem elucidar fatos e assim objetivamente contribuir para a resolução da questão. Estando a Companhia e os avaliadores informados sobre as diretrizes definidas pelo Colegiado para que o laudo seja tido por regular, **simplesmente insistir em interações de perguntas e respostas com esses agentes evidentemente não é o método adequado** para identificar se tais diretrizes eventualmente deixaram de ser seguidas. Ademais, **tampouco há fontes externas independentes que pudessem oferecer uma perspectiva própria sobre os fatos.**

Assim, no estágio em que se encontra, a controvérsia está adstrita essencialmente **à interpretação** sobre **se as condutas adotadas pela Companhia** pelos responsáveis por elaborar o laudo **seguiram as diretrizes da decisão do Colegiado**.

Sob esse prisma, seguindo orientação de decisão do Colegiado de 28.04.2018 (SEI 0521722), **sugerimos consulta à SNC a respeito de sua interpretação** sobre o atendimento às condições listadas acima **pelo referido laudo, sem prejuízo de tal superintendência se manifestar sobre quaisquer outros aspectos do caso que entender pertinente**. (grifos nossos)

Nesse mesmo documento, a SEP sintetiza, no item 4, as diretrizes da decisão do Colegiado de 06/06/2017, contidas nos itens 27 a 35 do documento SEI (0305575), objeto da consulta à SNC:

No seu voto, o Diretor Pablo Renteria concluiu (entendimento acompanhado pelos demais diretores) que o valor provável de realização das patentes poderia ser apurado pelo fluxo de caixa esperado pela sua exploração, desde que observadas determinadas condições e diretrizes, em linha com o CPC 46, especialmente o seguinte:

- i. A mensuração deve partir da perspectiva dos participantes do mercado, mediante o emprego das premissas usuais que estes usariam para precificar o ativo;
- ii. A mensuração deve considerar a patente individualmente, levando em conta suas condições de uso, notadamente a sua vida útil, e também o melhor uso possível da patente, tal como seria identificado pelos participantes do mercado, contanto que o uso em apreço seja possível, legalmente permitido e financeiramente viável;
- iii. A mensuração não pode considerar eventuais sinergias esperadas do aproveitamento da patente;
- iv. Técnicas de mensuração de abordagem de resultado somente podem ser empregadas se não for possível utilizar outras técnicas baseadas em informações observáveis, cabendo ao avaliador justificar a escolha das técnicas adotadas;
- v. Em todo caso, as informações não observáveis eventualmente utilizadas devem refletir as premissas que os participantes do mercado utilizariam na precificação da patente, incluindo premissas sobre os riscos inerentes à técnica de avaliação empregada e às informações utilizadas;
- vi. Fluxos de caixa e taxas de desconto devem refletir premissas que seriam utilizadas pelos participantes do mercado;
- vii. O avaliador pode desenvolver dados não observáveis, mas deve utilizar as melhores informações disponíveis, realizando os ajustes necessários sempre que tais informações indicarem que outros participantes do mercado utilizariam dados diferentes ou se houver algo específico disponível apenas para a entidade (por ex., uma sinergia);
- viii. O avaliador não precisa empreender esforços exaustivos para obter informações sobre premissas de participantes do mercado, cabendo-lhe considerar todas as informações razoavelmente disponíveis;
- ix. A mensuração do valor provável de realização da patente deve incluir um prêmio de risco que reflita o valor que os participantes do mercado exigiriam como compensação pela incerteza inerente aos fluxos de caixa;
- x. O avaliador deve obter informações (observáveis ou não) que permitam verificar a viabilidade financeira da patente, tendo em vista, particularmente, as condições do mercado.

Em breve síntese, as diretrizes da decisão do Colegiado estão, em grande medida, alinhadas

a conceitos de avaliação do valor justo conforme previsto no CPC 46, que determina em seu item 2 que “[...] o objetivo da mensuração do valor justo é estimar o preço pelo qual uma transação não forçada para vender o ativo ou para transferir o passivo ocorreria entre participantes do mercado na data de mensuração sob condições correntes de mercado (ou seja, um preço de saída na data de mensuração do ponto de vista de participante do mercado que detenha o ativo ou o passivo)”. (grifos nossos)

Em outras palavras, interpretar se as práticas adotadas, ao se elaborar o Laudo, seguiram as diretrizes do Colegiado envolve, principalmente, a confrontação com as premissas e informações que seriam usadas por participantes do mercado no processo de mensuração do valor justo de ativo ou passivo na data de mensuração. Além disso, depreende-se que tanto a patente, como demais ativos e passivos, devem ser considerados individualmente, sendo que eventuais sinergias devem ser desconsideradas.

Neste sentido, se não existem informações suficientes nos laudos sobre premissas e dados utilizados, faz-se necessário a elaboração de regulamentação local que exija divulgações mínimas que permitam a qualquer interessado pela informação efetuar os seus julgamentos pertinentes.

Para fins de analogia, e de forma adicional ao previsto no CPC 46, ressalta-se o item QC28 da Estrutura Conceitual (aprovada pela Deliberação CVM 675/2011):

Pode não ser possível verificar algumas explicações e alguma informação contábil-financeira sobre o futuro (*forward-looking information*) até que o período futuro seja totalmente alcançado. Para ajudar os usuários a decidir se desejam usar dita informação, é normalmente necessário divulgar as premissas subjacentes, os métodos de obtenção da informação e outros fatores e circunstâncias que suportam a informação.

Em poucas palavras, o que se busca é a verificabilidade das informações, particularmente a verificação indireta, conforme definição contida na Estrutura Conceitual, item QC27 “[...] Verificação indireta significa checar os dados de entrada do modelo, fórmula ou outra técnica e recalcular os resultados obtidos por meio da aplicação da mesma metodologia.” (grifos nossos). Isto é, divulgações mínimas são necessárias para que uma análise externa de um laudo seja viabilizada.

2. MENSURAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO A VALORES DE MERCADO: CONTEXTUALIZAÇÃO NORMATIVA

Conforme voto do Diretor Pablo Renteria, item 4, a mensuração do patrimônio líquido de uma companhia a valores de mercado é prevista na Lei 6.404/76 nos seguintes três contextos:

- I. Apuração do preço justo da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro (art. 4º, §4º);
- II. Apreciação da razoabilidade do preço pago pela compra do controle de sociedade, como verificado no caso em apreço (artigo 256, II, b);
- III. Cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores em fusão, incorporação ou incorporação de ações envolvendo companhias do mesmo grupo econômico, para fins de comparação com as relações previstas no

protocolo da operação e apuração do valor de reembolso em favor dos acionistas dissidentes (artigo 264).

De acordo com o Artigo 264:

[...] o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários [...]. (grifos nossos)

De acordo com o Artigo 256, II, b: “valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º)”. (grifos nossos)

Enquanto o artigo 264 não possui detalhes sobre o que seria avaliar um patrimônio líquido a preços de mercado, o artigo 256 faz referência ao artigo 183. Particularmente em se tratando de ativos intangíveis, três pontos merecem destaque:

- i. Artigo 183. No balanço, os elementos do ativo serão avaliados segundo os seguintes critérios: [...] VII – os direitos classificados no intangível, pelo custo incorrido na aquisição deduzido do saldo da respectiva conta de amortização;
- ii. Artigo 183, § 1º Para efeitos do disposto neste artigo, considera-se valor justo: [...] b) dos bens ou direitos destinados à venda, o preço líquido de realização mediante venda no mercado, deduzidos os impostos e demais despesas necessárias para a venda, e a margem de lucro;
- iii. Artigo 183, § 1º Para efeitos do disposto neste artigo, considera-se valor justo: [...] d) dos instrumentos financeiros, o valor que pode se obter em um mercado ativo, decorrente de transação não compulsória realizada entre partes independentes; e, na ausência de um mercado ativo para um determinado instrumento financeiro: 1) o valor que se pode obter em um mercado ativo com a negociação de outro instrumento financeiro de natureza, prazo e risco similares; 2) o valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros para instrumentos financeiros de natureza, prazo e risco similares; ou 3) o valor obtido por meio de modelos matemático-estatísticos de precificação de instrumentos financeiros.

Se um intangível estiver registrado na contabilidade, então ele será mensurado pelo custo incorrido amortizado. Por isso não há um tratamento específico previsto para um ativo intangível em se tratando da mensuração ao valor justo. Por outro lado, a utilização de modelos matemático-estatísticos está presente no contexto da estimativa de valor justo, porém restrito à precificação de instrumentos financeiros.

A Instrução CVM 361/02, por sua vez, possui um capítulo específico sobre “Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado”. Em linhas gerais, a avaliação se procede da seguinte forma:

XV – O valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado deve ser apurado tomando por base a venda ou a liquidação dos ativos e exigíveis separadamente nas seguintes condições:

- a) o valor de mercado deve corresponder ao valor expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo ou passivo) poderia ser trocada entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável

conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos; e

b) o valor dos ativos deve ser avaliado em referência aos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada, ou de “equivalentes correntes de caixa”, ou seja, não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo. (grifos nossos)

Em primeiro lugar, depreende-se que devem ser apurados os valores de mercado de ativos e passivos, de forma separada (individualizada). Em segundo lugar, trata-se de uma transação em liquidação ordenada, ou seja, não se trata de uma liquidação forçada. Sendo que os detalhamentos sobre as bases de mensurações são os seguintes:

XVII – As seguintes bases de avaliação devem ser observadas nas diferentes classes de itens:

a) ativos monetários, como caixa, equivalentes de caixa e créditos a receber, avaliados pelo valor justo, ou seja, o valor pelo qual um ativo poderia ser negociado entre partes independentes e interessadas, conhecedoras do assunto e dispostas a negociar, numa transação normal, sem favorecimentos e com isenção de outros interesses. Caso não seja possível identificar o mercado, esses itens podem, como segunda alternativa, ser avaliados pelo cálculo do valor presente dos recebimentos que reflita as atuais avaliações do mercado quanto ao valor do dinheiro no tempo e os riscos específicos;

b) ativos não monetários, como terrenos, edificações, propriedades, máquinas, instalações além de intangíveis, como marcas e patentes, pelo valor provável de realização;

c) passivos monetários, como dívidas, débitos a pagar, avaliados pelo valor justo, conforme definido na letra “a” desse item; e

d) contingências, como ações contra o estado sobre questões tributárias e outras questões judiciais, avaliados segundo o desfecho mais provável. (grifos nossos)

Particularmente sobre os ativos intangíveis, a ICVM 361/02, Anexo III, item XVII.b, determina que eles devem ser mensurados pelo “**valor provável de realização**”. Neste sentido, uma analogia pode ser efetuada a partir do item 4.55 (c) da Estrutura Conceitual, que traz uma definição para o “valor realizável”:

Valor realizável (valor de realização ou de liquidação). Os ativos são mantidos pelos montantes em caixa ou equivalentes de caixa que poderiam ser obtidos pela sua venda em forma ordenada. Os passivos são mantidos pelos seus montantes de liquidação, isto é, pelos montantes em caixa ou equivalentes de caixa, não descontados, que se espera serão pagos para liquidar as correspondentes obrigações no curso normal das operações. (grifos nossos)

Em resumo, depreende-se que um valor de realização diz respeito a um valor de venda ordenada, sendo, portanto, um valor de saída.

Ressalta-se que, de forma similar ao previsto no § 1º do artigo 183 da Lei 6.404/76, a Instrução CVM 361/02 menciona abordagens de cálculos de fluxos de caixas descontados apenas para instrumentos financeiros.

Menciona-se também que as contingências devem ser avaliadas de acordo com o desfecho mais provável. Sendo assim, de forma geral, depreende-se que é necessário se avaliar o desfecho mais provável de cada contingência relevante.

3. MENSURAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO A VALORES DE MERCADO: ANALOGIA COM PROCESSOS CVM

3.1. CASO BRASKEM TRIKEM

O Processo Administrativo Sancionador (PAS) 8/2005 envolve reclamações de acionistas não controladores da Trikem S.A., que havia sido incorporada pela sua controladora Braskem S.A., no que diz respeito ao procedimento de avaliação de patrimônio a valores de mercado, utilizado para se estabelecer a relação de troca de ações.

Especificamente, de acordo com o item 2 do PAS 8/2005,

Os principais pontos levantados nas referidas reclamações diziam respeito ao critério de avaliação para estabelecer a relação de troca das ações fixado com base no custo de reposição de ativos e valor líquido de realização, contemplando tão somente estoques e imobilizado, o que, segundo as reclamações, teria concorrido para subestimar a avaliação da TRIKEM e favorecer a BRASKEM [...].

Além disso, de acordo com o item 5 do PAS 8/2005,

A Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria – SNC foi solicitada a se manifestar sobre as questões levantadas nas reclamações, tendo dito que, como foi escolhido o critério de avaliação dos patrimônios a preços de mercado para efeitos do disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/76, caberia à CVM verificar se todos os ativos (tangíveis e intangíveis) e passivos foram avaliados a mercado, uma vez que com isso seria possível chegar a um valor de patrimônio líquido mais próximo do valor efetivo das empresas avaliadas a preços de mercado [...].

Ressalta-se também que, de acordo com o item 7 do PAS 8/2005,

Finalmente, foi consultada a Procuradoria Federal Especializada – PFE da CVM, por sugestão da SNC, que se pronunciou no sentido de que todos os bens, direitos e obrigações devem ser abrangidos no processo de avaliação, inclusive, ativos intangíveis não contabilizados por força dos Princípios Fundamentais de Contabilidade [...].

Ao proferir o seu voto, a então Presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, mencionou que:

Quero acrescentar que concordo em princípio com a posição expressa pelos diretores neste processo sobre o que deve conter o laudo a preços de mercado preparado para o atendimento do artigo 264 da lei, especificamente, quando à inclusão da avaliação de ativos não necessariamente refletidos nas demonstrações contábeis da companhia [...].

Entendo que este é um ponto em que a posição da CVM deve ser esclarecida

urgente e debatida com o mercado. Penso que devemos colocar em audiência pública o conceito defendido nestes votos e, após as discussões, a orientação seria então expressa em norma. (grifos nossos)

Em poucas palavras, depreendeu-se que no PAS 8/2005 o Colegiado da CVM concordou que ativos e passivos não registrados nas demonstrações contábeis deveriam ser considerados para fins de avaliação de patrimônio a valores de mercado para fins de atendimento ao artigo 264 da Lei 6.404/76.

3.2. CASO BR MALLS

O Processo RJ 14254/2010 envolve consulta efetuada pela BR Malls S.A., que havia adquirido entidades cujos ativos principais eram *shopping centers*, no que diz respeito ao procedimento de avaliação de patrimônio a valores de mercado, elaborado para fins de se analisar a necessidade de convocação de assembleia geral para aprovação das aquisições (art. 256, II, b, Lei 6.404/76).

A manifestação da área técnica (SEP) pode ser sintetizada em dois pontos: i) crítica à utilização da abordagem de fluxo de caixa descontado; e ii) crítica, à luz de uma liquidação ordenada, da mensuração de um *shopping center* como sendo um único ativo.

De acordo com a manifestação da SEP, itens 61 e 67, respectivamente:

Desta forma, a simples alegação feita pela BR Malls de que é desta maneira (avaliando o empreendimento como um todo pelo fluxo de caixa descontado) que se realizam negociações de compra e venda de *shopping centers* no mercado não é suficiente para justificar a aplicação dessa metodologia (FCD) no âmbito de uma avaliação de PL a preços de mercado. Inclusive, via de regra, a metodologia do valor econômico (geralmente calculada pelo FCD) é utilizada nas negociações de todos os tipos de empresas, não apenas de *shopping centers*. (grifos nossos)

Adicionalmente, ressalto que não está em questão o mérito da avaliação em si, as premissas adotadas ou a adequação dos valores resultantes. O que está sendo criticada é a própria metodologia de avaliação, pois o artigo 256 é categórico ao enumerar os critérios que devem servir de base de comparação com o preço de aquisição do controle da sociedade mercantil adquirida. O critério de avaliação do PL a preços de mercado, mencionado na alínea 'b' do inciso II do caput do referido dispositivo legal, não pode ser transformado, por meios transversos, em uma avaliação do valor econômico da companhia, sob pena de descumprimento do mencionado dispositivo. (grifos nossos)

Em poucas palavras, depreendeu-se que há crítica à utilização da abordagem de fluxo de caixa descontado, uma vez que: i) não há expressa previsão legal e ii) não há coerência conceitual entre a avaliação de um patrimônio a preços de mercado, o qual engloba principalmente um *shopping center*, e a utilização da abordagem de fluxo de caixa descontado.

Além disso, de acordo com a manifestação da área técnica, item 63:

Não se quer afirmar que, na aplicação da metodologia do PL a preços de mercado, deva ser levada ao extremo essa "divisão" da empresa em seus ativos e passivos, resultando na avaliação isolada, por exemplo, de cada tijolo ou prego que compõem suas instalações. Busca-se, entretanto, uma "divisão" pautada no princípio da razoabilidade. No caso de shopping centers, entendo que uma divisão razoável poderia contemplar a análise do valor de alienação individual de cada sala/loja e instalação (cinema, estacionamento), sem computar a sinergia entre tais imóveis. (grifos nossos)

Para estes dois pontos, de acordo com o item 34 do voto do Diretor Relator Otavio Yazbek:

Em suma, entendo que (i) a avaliação do PL a preços de mercado, para os efeitos da alínea "b" do inciso II do art. 256 da Lei n.º 6.404/1976 não demanda que se chegue ao ponto de presumir o desmonte de ativos que, integrando o patrimônio da sociedade, correspondam a unidades produtivas e que sejam, como tais, passíveis de alienação; e (ii) no caso desses ativos, a sua avaliação por um método como o fluxo de caixa descontado não se mostra incoerente com o fato de que a avaliação da sociedade que os detém deva ser efetuada pela metodologia do PL a preços de mercado, sendo, ao contrário, a forma de apreçar esse tipo de bem para negociação em mercado.

Por fim, de acordo com a Decisão do Colegiado de 20/08/2013,

Acompanhando por unanimidade o Relator Otavio Yazbek, o Colegiado da CVM reformou o entendimento da SEP, entendendo que (i) a avaliação do PL a preços de mercado, para os efeitos da alínea "b" do inciso II do art. 256 da Lei n.º 6.404/1976 não demanda que se chegue ao ponto de presumir o desmonte de ativos que, integrando o patrimônio da sociedade, correspondam a unidades produtivas e que sejam, como tais, passíveis de alienação; e (ii) no caso desses ativos, a sua avaliação por um método como o fluxo de caixa descontado não se mostra incoerente com o fato de que a avaliação da sociedade que os detém deva ser efetuada pela metodologia do PL a preços de mercado, sendo, ao contrário, a forma de apreçar esse tipo de bem para negociação em mercado.

De forma complementar, a então Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes emitiu uma Manifestação de Voto, com destaque para o seguinte ponto (item 10):

Se não se puder utilizar o fluxo de caixa para avaliar uma unidade de negócios, será muito difícil preparar uma avaliação de PL a preço de mercado de certas sociedades, como as de tecnologia, cujos ativos são predominantemente intangíveis.

Em resumo, o Colegiado votou pela possibilidade de se utilizar o método do fluxo de caixa descontado para o caso concreto de avaliação de *shopping center*. Adicionalmente, a então Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes manifestou-se no sentido de que o método do fluxo de caixa descontado seria não só aplicável, mas eventualmente necessário, para a avaliação de determinados ativos intangíveis.

3.3. CASO NEXOLEUM

Inicialmente, menciona-se que, de acordo com o item 6 do voto do Diretor Relator Pablo Waldemar Renteria:

Vale lembrar, a propósito, que, no julgamento do PAS CVM nº 05/2008, ocorrido em 12.12.2007, o Colegiado da CVM analisou laudo de avaliação a preços de mercado confeccionado para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404/1976, tendo, naquela oportunidade, considerado irregular a exclusão de ativos representados por patentes detidos pela companhia incorporada. Já no presente caso, surge a mesma questão, porém sob o prisma do art. 256, II, o que, a meu ver, reforça a necessidade de alcançar entendimento uniforme sobre a matéria, que seja igualmente aplicável às diferentes hipóteses normativas.

Em outras palavras, de acordo com o item 5 do voto do Diretor Relator Pablo Waldemar Renteria:

Nessas diferentes situações, a metodologia de avaliação a preços de mercado há de ser única, pois não se pode admitir, por uma questão de coerência, que o procedimento varie conforme o dispositivo legal aplicável ao caso concreto.

Em suma, argumenta-se pela uniformidade na utilização do conceito de avaliação de patrimônio a valores de mercado.

Em seguida, destaca-se que, de acordo com o item 10 do voto do Diretor Relator Pablo Waldemar Renteria:

Também parece correto concluir que o referido método deve observar as seguintes premissas fundamentais:

1. a avaliação abrange todos os ativos e passivos exigíveis da entidade que possam ser alienados individualmente, ainda que não estejam reconhecidos nas demonstrações financeiras;
2. o valor de mercado corresponde ao valor pelo qual determinado ativo poderia ser trocado entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos;
3. o valor do patrimônio líquido corresponde ao saldo remanescente da dedução dos passivos exigíveis nos ativos.

Particularmente em se tratando da mensuração de um ativo intangível, de acordo com os itens 16 e 17 do voto do Diretor Relator Pablo Waldemar Renteria, respectivamente:

Por isso que, à míngua de mercado ativo, cabe ao avaliador empregar critério alternativo que permita estimar o valor provável de realização do ativo, desincumbindo-se, dessa maneira, do cumprimento da regra estabelecida no item XVII, b, do Anexo III da Instrução CVM nº 361/2002.

Neste tocante, parece-me correto considerar, ainda que por analogia, o método de

mensuração a valor justo positivado nas normas de contabilidade, dada a sua afinidade com a avaliação a preços de mercado. [...]. (grifos nossos)

De acordo com a descrição existente na ICVM 361/02, um ativo intangível possui como base de mensuração o “valor provável de realização”. Uma vez que não seja factível a aplicação desta base de mensuração, migra-se, por analogia ao CPC 46, para a base de mensuração a valor justo.

Desta forma, de acordo com o item 20 do voto do Diretor Relator Pablo Waldemar Renteria:

Sendo assim, mostra-se possível o uso da expectativa de fluxos de caixa futuros para estimar o valor de mercado de determinada patente. Cuidando-se de propriedade industrial, que só tem utilidade quando inserida na condução de atividade empresarial, o preço que por ela estaria disposto a pagar um potencial comprador decorre, essencialmente, de sua capacidade de gerar caixa. Há, assim, relação direta entre o preço de uma patente (a ser obtido em uma transação de mercado) e a renda esperada com a sua exploração, o que legitima o emprego do critério de fluxo de caixa descontado para estimar o seu valor provável de realização, se não for possível realizar tal mensuração com base em outra técnica de avaliação que dependa, em maior medida, de informações observáveis.

Ressalta-se também que, de acordo com o item 24 do voto do Diretor Relator Pablo Waldemar Renteria:

Em definitivo, o método de avaliação da entidade continua sendo o do patrimônio líquido a preços de mercado, com todas as restrições que lhe são inerentes, uma vez que só se admitem, nessa espécie de avaliação, os ativos passíveis de alienação individualizada. Permanecem excluídos os intangíveis que não preenchem tal requisito, tais como o goodwill da empresa, os efeitos decorrentes de sinergias com outros ativos e os ganhos que o adquirente espera obter com eventuais sinergias que ele tenha com a sociedade adquirida.

Por fim, na Decisão do Colegiado de 06/06/2017:

Na análise do segundo e do terceiro ponto da consulta, o Diretor Pablo Renteria concluiu que o valor provável de realização das patentes poderia ser apurado pelo fluxo de caixa esperado pela sua exploração, observadas determinadas condições e diretrizes em linha com o Pronunciamento Técnico CPC 46 - Mensuração do Valor Justo, especialmente o seguinte:

- (i) A mensuração deve partir da perspectiva dos participantes do mercado, mediante o emprego das premissas usuais que estes usariam para precificar o ativo;
- (ii) A mensuração deve considerar a patente individualmente, levando em conta suas condições de uso, notadamente a sua vida útil, e também o melhor uso possível da patente, tal como seria identificado pelos participantes do mercado, contanto que o uso em apreço seja possível, legalmente permitido e financeiramente viável;
- (iii) A mensuração não pode considerar eventuais sinergias esperadas do aproveitamento da patente;
- (iv) Técnicas de mensuração de abordagem de resultado somente podem ser empregadas se não for possível utilizar outras técnicas baseadas em informações

observáveis, cabendo ao avaliador justificar a escolha das técnicas adotadas;

(v) Em todo caso, as informações não observáveis eventualmente utilizadas devem refletir as premissas que os participantes do mercado utilizariam na precificação da patente, incluindo premissas sobre os riscos inerentes à técnica de avaliação empregada e às informações utilizadas;

(vi) Fluxos de caixa e taxas de desconto devem refletir premissas que seriam utilizadas pelos participantes do mercado;

(vii) O avaliador pode desenvolver dados não observáveis, mas deve utilizar as melhores informações disponíveis, realizando os ajustes necessários sempre que tais informações indicarem que outros participantes do mercado utilizariam dados diferentes ou se houver algo específico disponível apenas para a entidade (por ex., uma sinergia);

(viii) O avaliador não precisa empreender esforços exaustivos para obter informações sobre premissas de participantes do mercado, cabendo-lhe considerar todas as informações razoavelmente disponíveis;

(ix) A mensuração do valor provável de realização da patente deve incluir um prêmio de risco que reflita o valor que os participantes do mercado exigiriam como compensação pela incerteza inerente aos fluxos de caixa; e

(x) O avaliador deve obter informações (observáveis ou não) que permitam verificar a viabilidade financeira da patente, tendo em vista, particularmente, as condições do mercado.

Nessa direção, Pablo Renteria também propôs a intimação da Companhia para que avalie se o laudo de avaliação atende às condições referidas acima.

Ao final, o Colegiado deliberou, por unanimidade, acompanhar o entendimento do Diretor Pablo Renteria, nos termos do seu voto. (grifos nossos)

Em sua resposta enviada à CVM, em poucas palavras, a Elekeiroz argumentou que atendeu aos itens mencionados acima.

4. MENSURAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO A VALORES DE MERCADO: ANALOGIA COM NORMAS CONTÁBEIS

Um contexto concreto em que a contabilidade necessita mensurar ativos intangíveis existentes é para aquisições de controle de entidades (“combinações de negócios”). Para estes casos há uma norma específica, que é o Pronunciamento CPC 15, o qual exige, de forma simplificada, a elaboração de um patrimônio líquido contábil ajustado a valor justo. Este pronunciamento, combinado com o Pronunciamento CPC 46 - Mensuração do Valor Justo, com o Pronunciamento CPC 04 (Ativo Intangível) e com a Estrutura Conceitual (“Pronunciamento CPC 00”), fornecem os subsídios normativos fundamentais para a mensuração de ativos intangíveis adquiridos em processos de aquisições de controle, além de outros ativos e passivos.

Considerando-se que os dispositivos previstos pela Lei 6.404/76 e pela Instrução CVM 361/02 não possuem suficiente nível de detalhamentos, por exemplo, em se tratando da mensuração a preços de mercado de ativos intangíveis existentes, além de outros pontos (por exemplo, consideração do IR diferido), uma opção seria se efetuar analogia aos pronunciamentos contábeis mencionados anteriormente.

Inicialmente, enfatiza-se a definição de valor justo, de acordo com o item 9 do CPC 46: “Este Pronunciamento define valor justo como o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração.” (grifos nossos)

Desta forma, a definição de valor justo prevista no CPC 46 quando trata especificamente de ativos menciona o preço que seria recebido por sua venda, sendo aparentemente consistente com descrições presentes na Lei 6.404/76 e na Instrução CVM 361/02.

De acordo com o base para conclusões referente a o IFRS 3 (CPC 15), item BC153:

The boards also agreed that determining the fair value of in-process research and development requires the use of estimates and judgement, and the resulting amount will generally not be as reliable as the fair values of other assets for which quoted prices in active markets are available. However, the boards observed that use of estimates and judgement, by itself, does not mean that information is unreliable; reliability does not require precision or certainty. For example, paragraph 86 of the IASB’s Framework says that ‘In many cases, cost or value must be estimated; the use of reasonable estimates is an essential part of the preparation of financial statements and does not undermine their reliability.’ The boards also noted that the requirement to measure the fair value of in-process research and development assets acquired in a business combination is not new—not even in US GAAP. In accordance with FASB Interpretation 4, that amount was measured but immediately written off. Moreover, respondents to the 2005 Exposure Draft that apply IFRSs generally did not mention any problems with complying with the provisions of IFRS 3 on research and development assets, which are the same as those in the revised standards. (grifos nossos)

De forma simples, a confiabilidade no contexto apresentado na citação anterior pode ser resumida da seguinte forma “[...] *to mean that the level of measurement uncertainty is tolerable.* [...]” (Bases para conclusões, Estrutura Conceitual (versão 2018), item BC2.29.a). Na Estrutura Conceitual (versão 2018) passou-se a se utilizar formalmente a expressão “*Measurement uncertainty*” ao invés de confiabilidade no sentido restrito definido acima.

Na Estrutura Conceitual (versão 2018) é descrito em seu item 5.20:

In some cases, the level of uncertainty involved in estimating a measure of an asset or liability may be so high that it may be questionable whether the estimate would provide a sufficiently faithful representation of that asset or liability and of any resulting income, expenses or changes in equity. The level of measurement uncertainty may be so high if, for example, the only way of estimating that measure of the asset or liability is by using cash-flow-based measurement techniques and, in addition, one or more of the following circumstances exists:

(a) the range of possible outcomes is exceptionally wide and the probability of each outcome is exceptionally difficult to estimate.

(b) the measure is exceptionally sensitive to small changes in estimates of the probability of different outcomes—for example, if the probability of future cash inflows or outflows occurring is exceptionally low, but the magnitude of those cash inflows or outflows will be exceptionally high if they occur.

(c) measuring the asset or liability requires exceptionally difficult or exceptionally

subjective allocations of cash flows that do not relate solely to the asset or liability being measured. (grifos nossos)

Além disso, de acordo com o item 5.21:

In some of the cases described in paragraph 5.20, the most useful information may be the measure that relies on the highly uncertain estimate, accompanied by a description of the estimate and an explanation of the uncertainties that affect it. This is especially likely to be the case if that measure is the most relevant measure of the asset or liability. In other cases, if that information would not provide a sufficiently faithful representation of the asset or liability and of any resulting income, expenses or changes in equity, the most useful information may be a different measure (accompanied by any necessary descriptions and explanations) that is slightly less relevant but is subject to lower measurement uncertainty. (grifos nossos)

Por fim, de acordo com o item 5.22:

In limited circumstances, all relevant measures of an asset or liability that are available (or can be obtained) may be subject to such high measurement uncertainty that none would provide useful information about the asset or liability (and any resulting income, expenses or changes in equity), even if the measure were accompanied by a description of the estimates made in producing it and an explanation of the uncertainties that affect those estimates. In those limited circumstances, the asset or liability would not be recognised. (grifos nossos)

De forma complementar ao previsto no item 5.20, para se efetuar a análise do nível de incerteza na mensuração, seria relevante a consideração dos princípios previstos no CPC 46, notadamente em se tratando da aderência às visões de participantes de mercado. Para fins práticos, uma opção seria exigir que os laudos de avaliação descrevessem as ações levadas a efeito no processo de avaliação que supostamente mitigariam a ocorrência de um elevado grau de incerteza na mensuração. Adicionalmente, que os referidos laudos incluíssem no seu corpo os requisitos de divulgação previstos no CPC 46.

5. ANÁLISE DO LAUDO

No intuito de segregar o nosso entendimento, a análise foi dividida em pontos, os quais são apresentados a seguir.

5.1. Ponto 1 – premissas gerais utilizadas

De acordo com o Laudo (p. 3): “Nosso trabalho consistiu no exame do balanço patrimonial da Nexoleum, com base, **exclusivamente nas informações e documentos que nos foram disponibilizados**, na data base de 31 de dezembro de 2015 [...]” (grifos nossos)

Menciona-se ainda a seguinte descrição apresentada sobre o Laudo (p. 29):

A Grant Thornton elaborou o laudo avaliação conforme solicitado pela alta Administração da Elekeiroz S.A. **As projeções utilizadas para cálculo** valor presente

líquido, segundo as metodologias de fluxo de caixa descontado (DCF), **são baseadas em premissas informadas pela administração da Elekeiroz S.A.**, sendo que a Grant Thornton não se responsabiliza pela veracidade das mesmas. (grifos nossos)

Neste contexto, ressalta-se que, conforme previsto no CPC 46, item 22: “A entidade deve mensurar o valor justo de um ativo ou passivo **utilizando as premissas que os participantes do mercado utilizariam ao precificar o ativo** ou o passivo, presumindo-se que os participantes do mercado ajam em seu melhor interesse econômico.” (grifos nossos)

Ressalta-se ainda que, conforme previsto no CPC 46, item 2:

O valor justo é uma mensuração baseada em mercado e não uma mensuração específica da entidade. Para alguns ativos e passivos, pode haver informações de mercado ou transações de mercado observáveis disponíveis e para outros pode não haver. Contudo, o objetivo da mensuração do valor justo em ambos os casos é o mesmo – **estimar o preço pelo qual uma transação não forçada para vender o ativo** ou para transferir o passivo ocorreria **entre participantes do mercado na data de mensuração sob condições correntes de mercado** (ou seja, um preço de saída na data de mensuração do ponto de vista de participante do mercado que detenha o ativo ou o passivo). (grifos nossos)

Independentemente do cenário, o que se busca, de forma geral, é a estimação, numa determinada data, de um preço referente a uma transação não forçada entre participantes do mercado.

Por fim, convém ressaltar que, conforme descrito no CPC 46, item 89:

A entidade deve desenvolver dados não observáveis utilizando as melhores informações disponíveis nas circunstâncias, que podem incluir dados próprios da entidade. Ao desenvolver dados não observáveis, a entidade pode começar com seus próprios dados, mas deve ajustar esses dados se informações razoavelmente disponíveis indicarem que outros participantes do mercado utilizariam dados diferentes ou se houver algo específico para a entidade que não estiver disponível para outros participantes do mercado (por exemplo, uma sinergia específica da entidade). A entidade não precisa empreender esforços exaustivos para obter informações sobre premissas de participantes do mercado. Contudo, a entidade deve levar em conta todas as informações sobre premissas de participantes do mercado que estiverem razoavelmente disponíveis. Dados não observáveis desenvolvidos da forma descrita acima são considerados premissas de participantes do mercado e atingem o objetivo de mensuração do valor justo. (grifos nossos)

De forma geral, a elaboração do Laudo fortemente embasada em informações e documentos que foram disponibilizados pela companhia (dados não observáveis internos) poderia ser aderente à utilização de premissas que participantes do mercado utilizariam para precificar o negócio, desde que não existissem outras informações disponíveis que pudessem razoavelmente ser obtidas. Neste caso, haveria a necessidade de divulgações mínimas a serem efetuadas no Laudo, por exemplo, descrição pormenorizada de quais fontes de dados foram consultadas para as principais variáveis e premissas utilizadas (todas as fontes, secundárias e primárias, independentemente se foram aplicadas ou não no laudo final) ou se os mesmos possuem origem exclusivamente interna e não foram ajustados por falta de outras informações que não puderam ser razoavelmente obtidas. Sem as devidas

divulgações, os resultados obtidos em análises externas de aderência aos princípios contidos no CPC 46 tendem a ser inconclusivos, dado o baixo grau de verificabilidade.

5.2. Ponto 2 – estimação dos valores das patentes

Os inputs para elaboração do fluxo de caixa descontado (FCD) das patentes tiveram origem, basicamente, em informações disponibilizadas pela própria Elekeiroz. A primeira linha do FCD, Receita Líquida Ajustada, é obtida a partir de informações de preços proporcionais a outros plastificantes (que não foi possível identificar) e o volume baseado em projeções da Elekeiroz com base em sua expectativa dos avanços e progresso produtivo em aderência a absorção da demanda esperada para a linha de produtos. Dessa forma, não nos é possível concluir sobre a aderência desse proceder àquele previsto no CPC 46, pois nenhuma evidência foi disponibilizada para que se pudesse verificar se as premissas seriam aquelas que seriam utilizadas por um terceiro conhecedor do negócio e interessado em negociar, numa transação livre de pressão para sua realização (*arm's length transactions*).

A utilização de dados fornecidos pela Elekeiroz e a sua não verificabilidade (trilha de auditoria) aplicado às Receitas é reproduzido para os demais itens do modelo, quais sejam, custos e despesas totais.

Com base no exposto, entendemos não ser possível nos posicionar objetivamente sobre se o resultado final da avaliação das patentes e do patrimônio líquido a preços de mercado representa o produto que seria obtido por um participante de mercado numa transação "*arm's length*", devido à ausência de dados externos suficientes para cotejarmos com aqueles que foram utilizados no modelo.

Em outras palavras, sem a existência de parâmetros de mercado é praticamente inviável se efetuar análises sobre a aderência a premissas de participantes de mercado previstos no CPC 46.

Por fim, em tratando do modelo especificamente utilizado para se estimar o valor das patentes, "*Multi-Period Excess Earnings*", destaca-se que este é bastante utilizado no mercado americano para fins de mensuração de ativos intangíveis, destacando que:

An important attribute of this method is that it provides the ability to reconcile to the entity value and demonstrates that the calculation of the CAC does not create or destroy aggregate asset value. The application of CACs is essentially an attribution of earnings to the contributory assets. (THE APPRAISAL FOUNDATION, 2010, "BEST PRACTICES FOR VALUATIONS IN FINANCIAL REPORTING: INTANGIBLE ASSET WORKING GROUP – CONTRIBUTORY ASSETS"). (grifos nossos)

5.3. Ponto 3 – Passivos fiscais diferidos

Conforme descrito no Laudo (p. 4, nota B): "**Os ajustes propostos não levaram em consideração os seus respectivos impactos fiscais e tributários devido à imaterialidade de**

seus efeitos e à necessidade de análise documental aprofundada para que se pudesse evidenciar os impactos corretos”. (grifos nossos)

Em primeiro lugar, um participante de mercado certamente efetuará uma análise documental aprofundada para mensurar os impactos fiscais relevantes.

Em segundo lugar, de acordo com o item 24 do CPC 15: “O adquirente deve reconhecer e mensurar ativos e passivos fiscais diferidos, advindos dos ativos adquiridos e dos passivos assumidos em uma combinação de negócios, de acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 32 – Tributos sobre o Lucro.”

Por analogia ao item 24 do CPC 15, uma nova mensuração de um ativo ou o reconhecimento de um novo ativo, em princípio deveria incluir o reconhecimento de passivos fiscais diferidos, o que poderia trazer reduções significativas no patrimônio líquido ajustado conforme apresentado no Laudo (o valor de aumento no ativo ser igual ao aumento no PL – página 4 do Laudo – indica que os tributos diferidos não foram considerados). Neste contexto, talvez fosse necessária uma averiguação aprofundada para se constatar, por exemplo, se os tributos diferidos foram devidamente considerados, inclusive em se tratando de possíveis impactos no tratamento contábil observado nas demonstrações contábeis da Elekeiroz S. A. (ao invés de se apurar ganho por compra vantajosa pode ser que se apure *goodwill*).

5.4. Ponto 4 – Passivos de natureza contingente e provisões: fiscais, trabalhistas e outros

Conforme descrito no Laudo (p. 4, nota A): “Os trabalhos foram desenvolvidos a partir do balancete contábil com os saldos de 31 de dezembro de 2015; é possível que existam passivos fiscais e trabalhistas não reconhecidos, pois não foram efetuados procedimentos para analisar o período não prescrito fiscalmente.” (grifos nossos)

Em primeiro lugar, um participante de mercado certamente efetuará procedimentos aprofundados para identificar e mensurar passivos trabalhistas e demais passivos fiscais relevantes.

Em segundo lugar, destacam-se o item 5 do CPC 15 “A aplicação do método de aquisição exige: [...] (c) reconhecimento e mensuração dos ativos identificáveis adquiridos, dos passivos assumidos [...]” e o item 11 do CPC 15 “Para se qualificarem para reconhecimento, como parte da aplicação do método de aquisição, os ativos identificáveis adquiridos e os passivos assumidos devem atender, na data da aquisição, às definições de ativo e de passivo dispostas no Pronunciamento Conceitual Básico - Estrutura Conceitual [...]” (grifos nossos)

No contexto de uma combinação de negócios, destaca-se também o item 23 do CPC 15:

As exigências do Pronunciamento Técnico CPC 25 - Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes não se aplicam na determinação de quais

passivos contingentes devem ser reconhecidos na data da aquisição. Em vez disso, o adquirente deve reconhecer, na data da aquisição, um passivo contingente assumido em combinação de negócios se ele for uma obrigação presente que surge de eventos passados e se o seu valor justo puder ser mensurado com confiabilidade. Portanto, de forma contrária ao Pronunciamento Técnico CPC 25, o adquirente deve reconhecer, na data da aquisição, um passivo contingente assumido em combinação de negócios, mesmo se não for provável que sejam requeridas saídas de recursos (incorporando benefícios econômicos) para liquidar a obrigação. O item 56 orienta a contabilização subsequente de passivos contingentes. (grifos nossos)

Por analogia aos itens 5, 11 e 23 do CPC 15, provisões e itens contingentes que atendam à definição de passivo, conforme previsto na estrutura conceitual, e que possuam mensuração confiável, em princípio deveriam ser reconhecidos. Neste contexto, talvez fosse necessária também uma averiguação aprofundada sobre este tema, inclusive em se tratando de possíveis impactos no tratamento contábil observado nas demonstrações contábeis da Elekeiroz S. A.

6. CONTRIBUIÇÃO ADICIONAL – ANÁLISE DA COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS (DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DA ELEKEIROZ S. A., EXERCÍCIO DE 2016)

Dado que os valores de mais valia de ativos intangíveis apresentados no Laudo são consistentes (mas não são iguais) com os valores utilizados nas demonstrações contábeis para fins da contabilização da aquisição societária, sugere-se indagar à companhia se o registro contábil da combinação está adequado, principalmente no que se refere ao reconhecimento de compra vantajosa (elemento não comum em processos de combinação de negócios), conforme informações coligidas das DF's de 31/12/2016 da companhia.

Inicialmente, ressalta-se que, de acordo com o item 18 do CPC 15 “O adquirente deve mensurar os ativos identificáveis adquiridos e os passivos assumidos pelos respectivos valores justos da data da aquisição”. Portanto, a data de aquisição é a data da mensuração. De acordo com a Nota Explicativa 13, Investimentos, (Elekeiroz, demonstrações financeiras referentes ao exercício de 2016), “Em maio de 2016 a Companhia adquiriu 50% da Empresa Nexoleum Bioderivados S.A.” Sendo assim, em analogia ao item 18 do CPC 15, aparentemente há uma defasagem temporal entre a data de aquisição e a data de mensuração dado que o laudo tem como data base 31 de dezembro de 2015.

Na nota explicativa 13, Investimentos, foi divulgado inicialmente o seguinte quadro:

	Cetrel S.A.	Nexoleum Bioderivados S.A.			Outros	Total
	Valor contábil	Valor contábil	Mais valia dos ativos Intangível	total		
Saldo em 31 de dezembro de 2015	5.463	-	-	-	5	5.468
Aquisição de 50% do capital	-	4.611	14.240	18.851	-	18.851
Equivalência patrimonial	-	- 1.029	-	- 1.029	-	- 1.029
Amortização do intangível	-	-	318	- 318	-	- 318
Saldo em 31 de dezembro de 2016	5.463	3.582	13.922	17.504	5	22.972

Em se tratando do investimento contabilizado referente à participação na Nexoleum, foi apresentada a seguinte descrição “A Companhia registrou no investimento o valor da compra vantajosa de R\$ 4.987 em contrapartida no resultado na linha de outras receitas e despesas.”

Além disso, sobre os procedimentos de cálculos, foram efetuadas as seguintes divulgações:

(a) Consideração paga ou a pagar:	
Pagamento aos acionistas	3.864
Integralização de capital em julho de 2016	10.000
Total	13.864

(b) Alocação do investimento adquirido:	
Valor dos livros, considerando aporte de capital de R\$ 10.000 no item (a) acima	4.611
Mais valia de intangível (patentes)	14.240
Total	18.851

(c) Compra vantajosa:	
Valor do investimento adquirido	18.851
Consideração paga ou a pagar	(13.864)
Valor da compra vantajosa	4.987

Neste contexto, alguns pontos que aparentemente merecem esclarecimento, além daqueles mencionados anteriormente, são os seguintes:

- i. Averiguar a consistência entre a data de aquisição e a data de mensuração;
- ii. Averiguar se de fato há um ganho por compra vantajosa (por exemplo, se o IR diferido foi desconsiderado no Laudo, ao invés de se apurar ganho por compra vantajosa pode ser que se apure *goodwill*);
- iii. Quando há ganho por compra vantajosa, ressalta-se que o item 36 do CPC 15 exige uma revisão de cálculos; talvez fosse necessário averiguar se tal revisão foi efetuada e auditada.

7. CONCLUSÕES

Considerando a afirmação contida no laudo de avaliação do patrimônio líquido contábil ajustado a preços de mercado da Nexoleum Bioderivados, para atender ao artigo 256 da Lei das Sociedades por Ações (6.404/76), elaborado pela Grant Thornton, qual seja:

Alcance dos trabalhos da avaliação da patente

[...] As projeções utilizadas para cálculo valor presente líquido, segundo as metodologias de fluxo de caixa descontado (DCF), são baseadas em premissas informadas pela administração da Elekeiroz S.A., sendo que a Grant Thornton não se responsabiliza pela veracidade das mesmas. (Laudo; Alcance; 29)

Emerge incerteza de que a avaliação a valor justo das patentes da Nexoleum (adquirida) tenha observado os requisitos do CPC 46 – Mensuração do valor justo, no que se refere, principalmente, à necessidade da mensuração ser baseada em mercado e não uma mensuração específica da entidade, haja vista a declaração expressa do avaliador quanto à dependência da mensuração às premissas informadas pela administração da adquirente e inexistência de dados observáveis de mercado para fins de comparação.

De forma geral, a elaboração de laudo a partir da utilização, preponderantemente, de informações e documentos que foram disponibilizados pela companhia (dados não observáveis) poderia ser aderente à utilização de premissas que participantes do mercado utilizariam para precificar o negócio, desde que não existissem outras informações disponíveis que pudessem razoavelmente ser obtidas. Por outro lado, verificar a existência de outras informações, bem como as respectivas razoabilidades de obtenção, é tarefa com elevado grau de subjetividade, que demanda expertise do mercado que não dispomos.

Portanto, por este contexto envolver um maior grau de subjetividade no processo de elaboração do laudo, talvez seja necessário o desenvolvimento de uma ação de normatização específica da CVM regulando, principalmente, as divulgações mínimas a serem efetuadas no laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado. Além disso, são necessários parâmetros de mercado com os quais as divulgações mínimas possam ser confrontadas. Sem as devidas divulgações, os resultados obtidos em análises externas de aderência aos princípios contidos no CPC 46 tendem a ser inconclusivos, dado o baixo grau de verificabilidade.

No caso concreto, particularmente sobre a aderência da mensuração das patentes ao CPC 46, considerando-se as divulgações apresentadas no laudo, entende-se que as análises são inconclusivas no sentido de afirmarmos se os dados apresentados são ou não aqueles que seriam utilizados por um participante do mercado em processo de negociação com a companhia.

Considerando ainda outras afirmações contidas no laudo de avaliação, no que se refere à determinação do patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum para fins de atendimento ao disposto no art. 256 da LSA, quais sejam:

Nosso trabalho consistiu no exame do balanço patrimonial da adquirida com base, exclusivamente, nas informações e documentos que foram disponibilizados [...] (Laudo; Escopo; 3)

[...] é possível que existam passivos fiscais e trabalhistas não reconhecidos, pois não foram efetuados procedimentos para analisar o período não prescrito fiscalmente. (Laudo; Nota A; 4)

Os ajustes propostos não levaram em consideração os seus respectivos impactos fiscais e tributários devido à imaterialidade de seus efeitos e à necessidade de análise documental aprofundada para que se pudesse evidenciar os impactos corretos. (Laudo; Nota B; 4)

Observamos evidências adicionais que indicam incerteza em sua mensuração, tais como:

1. Aparente falta de consideração do IR diferido para fins de apuração do patrimônio a valores de mercado (por exemplo, se o IR diferido for considerado, ao invés de se apurar ganho por compra vantajosa pode ser que se apure *goodwill*, dentre outros impactos, além da redução do patrimônio a valores de mercado);
2. Necessidade de análise pormenorizada de passivos fiscais para fins de apuração do patrimônio a valores de mercado (por exemplo, passivos não contabilizados podem erroneamente aumentar o valor do patrimônio a valores de mercado);
3. Necessidade de análise pormenorizada de passivos trabalhistas para fins de apuração do patrimônio a valores de mercado;
4. Possível necessidade de realização de uma análise de sensibilidade, conforme previsto na estrutura conceitual (2018), item 5.20, para se verificar se no caso concreto há um nível de incerteza na mensuração muito elevado, o que poderia descartar o uso do fluxo de caixa descontado.

Por fim, se por um lado a resposta lacônica da Elekeiroz no sentido de que as premissas fornecidas ao avaliador atenderam aos requisitos do CPC 46, aliada à declaração contida no laudo de avaliação de que “as projeções utilizadas para cálculo do valor presente líquido, segundo as metodologias de fluxo de caixa descontado (DFC), são baseadas em premissas informadas pela administração da Elekeiroz S.A.” não contribuem para a solução da questão e não nos permitem concluir pelo atendimento do laudo aos ditames do CPC 46, por outro, com base nessas mesmas informações, podemos concluir que há evidências de que referido laudo não atende ao requerido na norma contábil que trata da mensuração do valor justo.

Atenciosamente,



Documento assinado eletronicamente por **Flavio Donizete Batistella, Analista**, em 29/10/2018, às 16:28, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Paulo Roberto Gonçalves Ferreira, Gerente**, em 29/10/2018, às 16:29, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Jose Carlos Bezerra, Superintendente**, em 29/10/2018, às 17:14, 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 **0623924** e o código CRC **15FE47D2**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0623924** and the "Código CRC" **15FE47D2**.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO Nº 114/2018-CVM/SEP/GEA-3

Assunto: **Laudo de Avaliação da Nexoleum
Elekeiroz S.A.
Processo CVM nº 19957.002727/2016-26**

Senhor Superintendente,

I. Introdução

1. Referimo-nos ao laudo de avaliação (SEI nº 0527136) do patrimônio líquido a preços de mercado da Nexoleum Bioderivados Ltda ("Nexoleum"), preparado pela Grant Thornton Auditores Independentes ("Grant Thornton"), em 28.03.2016, a pedido da Elekeiroz S.A. ("Elekeiroz" ou "Companhia"), para fins do artigo 256, II, alínea b, da Lei nº 6.404/76.

II. Histórico

2. Inicialmente, esclareço que os Relatórios nº 65/2016-CVM/SEP/GEA-3 ("Relatório 65", SEI nº 0117967), 82/2016-CVM/SEP/GEA-3 ("Relatório 82", SEI nº 0135662) e 94/2016-CVM/SEP/GEA-3 ("Relatório 94", SEI nº 0344377) contém uma descrição mais detalhada dos fatos e o presente relatório limita-se apenas ao indispensável para compreensão do caso.
3. 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").
4. 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, a Elekeiroz concluiu que a aquisição da Nexoleum não seria deliberada em assembleia geral, nem ensejaria direito de retirada.
5. No entanto, quase o total desse valor foi obtido com base na avaliação de duas patentes da Nexoleum, pelo método de fluxo de caixa, com a justificativa de que não haveria mercado líquido e ativo para tais patentes.
6. Por discordar do entendimento da Superintendência de Relações com Empresas, de que não poderia ser utilizado esse método para avaliar as patentes, no contexto de uma avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado, a Companhia recorreu (SEI nº 0130803) ao Colegiado e teve seu pleito acolhido.
7. Desse modo, o Colegiado admitiu a possibilidade de avaliação das referidas patentes 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 (SEI nº 0305575), de acordo com as diretrizes do Pronunciamento Técnico CPC 46 (“CPC 46”).

8. 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.
9. 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.
10. Em linha com essa determinação, a SEP fez questionamentos^[1] à Companhia e à Grant Thornton (documento SEI nº 0305946), em 22.06.2017, se o Laudo estaria de acordo com a decisão do Colegiado, uma vez que o Laudo teria utilizado projeções e estimativas desenvolvidas pela administração da Elekeiroz na avaliação dessas patentes.
11. A Elekeiroz (SEI nº 0316889) e a Grant Thornton (SEI nº 0316890) responderam, em 06.07.2017, que:
 - a. o Laudo estaria aderente às condições especificadas no voto do diretor relator;
 - b. sempre que possível, a Grand 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
 - c. a Grand 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.
12. Essas afirmações justificaram novos questionamentos^[2] da parte da SEP (SEI nº 0321128), em 17.07.2017, 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”.
13. Todavia, em 31.07.2018, a Elekeiroz manteve sua posição pela inexistência de contradição (SEI nº 0328717) e a *Grand Thornton informou (SEI nº 0328718) que foram utilizados no Laudo dados e premissas das projeções elaboradas pela Elekeiroz, no que se refere a informações não disponíveis ou observáveis no mercado, sendo que essas projeções foram analisadas no que se refere a sua razoabilidade, portanto, não havendo qualquer contradição.*
14. Após o encaminhamento por parte da SEP do processo, em 22.08.2017, para análise da questão envolvendo a divulgação do referido Laudo, o Colegiado decidiu (SEI nº 0521722), em 24.04.2018, que a SEP deveria prosseguir no exame da conformidade do Laudo com relação ao CPC 46, levando em consideração as diretrizes definidas pelo Colegiado, podendo, se entendesse conveniente, consultar a Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (“SNC”) a respeito do tema.
15. Em 30.05.2018, a SEP solicitou manifestação^[3] (SEI nº 0528736) sobre o Laudo, tendo a

SNC respondido [\[4\]](#) (SEI nº 0623924), em 29.10.2018, em resumo, que:

- a. embora a Companhia tenha afirmado que as premissas fornecidas ao avaliador atenderam aos requisitos do CPC 46, não há como concluir pelo atendimento do Laudo a esses requisitos, uma vez que as projeções utilizadas para cálculo do valor presente líquido, segundo as metodologias de fluxo de caixa descontado (DFC), foram baseadas em premissas informadas pela própria administração da Elekeiroz;
 - b. por outro lado, com base nessas mesmas informações, há evidências de que referido Laudo não atende ao requerido na norma contábil que trata da mensuração do valor justo.
16. Nessa mesma manifestação, a SNC também assinala a existência de evidências que indicam incertezas na mensuração do Laudo por:
- a. aparente falta de consideração do imposto de renda diferido para fins de apuração do patrimônio a valores de mercado (por exemplo, se o IR diferido for considerado, ao invés de se apurar ganho por compra vantajosa pode ser que se apure *goodwill*, dentre outros impactos, além da redução do patrimônio a valores de mercado);
 - b. necessidade de análise pormenorizada de passivos fiscais para fins de apuração do patrimônio a valores de mercado (por exemplo, passivos não contabilizados podem erroneamente aumentar o valor do patrimônio a valores de mercado);
 - c. necessidade de análise pormenorizada de passivos trabalhistas para fins de apuração do patrimônio a valores de mercado; e
 - d. possível necessidade de realização de uma análise de sensibilidade, conforme previsto na estrutura conceitual (2018), item 5.20, para se verificar se no caso concreto há um nível de incerteza na mensuração muito elevado, o que poderia descartar o uso do fluxo de caixa descontado.
17. Diante da manifestação da SNC, entendemos que o Laudo não se presta a evidenciar que o art. 256 da Lei 6.404/76 foi cumprido, especialmente em vista do previsto no inciso II, alínea b, do caput desse dispositivo.
18. Consequentemente, caso não sejam adotadas outras iniciativas para dar cumprimento a este dispositivo, os administradores poderão estar sujeitos à apuração de suas responsabilidades individuais.
19. Vale acrescentar que o cumprimento do art. 256 neste caso têm potenciais implicações quanto à realização de assembleia geral, bem como quanto ao direito de retirada de acionistas dissidentes.
20. Diante disso, recomendamos dar ciência dessa conclusão à Companhia, para que esta dê a publicidade adequada ao mercado, à luz de sua política de divulgação de informações, esclarecendo inclusive as medidas que pretende adotar, como, por exemplo, a apresentação de pedido de reconsideração ou o cumprimento do dispositivo legal acima mencionado.

Atenciosamente,

[2] Ofício nº 134/2018-CVM/SEP/GEA-3

[3] Memorando nº 70/2018-CVM/SEP/GEA-3

[4] Memorando nº 11/2018-CVM/SNC/GNC



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Machado, Analista**, em 07/12/2018, às 11:47, 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 07/12/2018, às 12:17, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 11/12/2018, às 19:24, 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 **0647547** e o código CRC **121E3C3E**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0647547** and the "Código CRC" **121E3C3E**.*
