



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 34/2016-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 25 de fevereiro de 2016.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Recurso contra Decisão da SRE - OPA para conversão do registro de emissor de categoria A para B de Arteris S.A. - Processo CVM nº 19957.001060/2016-44

1. Trata-se de expediente protocolado na CVM em 05/02/2016 (documentos 0077582 e 0077584 do presente Processo) por Partícipes em Brasil II S.L. (“Ofertante” ou “Recorrente”), controladora de Arteris S.A. (“Companhia” ou “Arteris”), com interposição de recurso contra decisão desta Superintendência (“Recurso”), no âmbito do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações ordinárias (“OPA” ou “Oferta”) de emissão da Companhia (a qual é listada no Novo Mercado da BM&FBovespa), na modalidade “para cancelamento de registro”.

2. A propósito, o recurso supramencionado foi interposto contra exigência formulada pela SRE/GER-1, que solicitou o aprimoramento do Laudo de Avaliação de Arteris (“Laudo de Avaliação”), elaborado pelo Banco BNP Paribas Brasil S.A. (“Avaliador”), de modo que o valor econômico da Companhia passasse a refletir a possibilidade da adição de novas concessões ou a renovação daquelas já existentes no seu portfólio de negócios, passando a espelhar, dessa forma, a atual estratégia de negócios da Companhia, que considera explicitamente tais possibilidades, como veremos adiante.

3. Preliminarmente, cabe destacar os critérios utilizados no Laudo de Avaliação para o cálculo do valor por ação de emissão da Companhia, quais sejam:

(i) avaliação pelo preço médio ponderado das ações da Companhia na bolsa de valores, nos 12 meses anteriores ao Fato Relevante de 30/04/2015 (que divulgou a OPA ao mercado), resultando em R\$ 12,90/ação;

(ii) avaliação pelo preço médio ponderado das ações da Companhia na bolsa de valores, entre o supracitado Fato Relevante e a data da disponibilização do Laudo de Avaliação (22/09/2015), resultando em R\$ 9,62/ação;

(iii) valor econômico calculado pela metodologia do fluxo de caixa descontado, resultando na faixa de R\$ 8,31/ação a R\$9,00/ação, com valor central de R\$ 8,65/ação; e

(iv) valor patrimonial com base nas Demonstrações Financeiras de 30/06/2015, resultando em R\$ 6,52/ação.

4. Dentre os resultados supramencionados, o Avaliador entendeu que o valor econômico calculado pela metodologia do fluxo de caixa descontado seria o mais adequado para a apuração do valor justo por

ação de emissão da Companhia (faixa de R\$ 8,31/ação a R\$9,00/ação, com valor central de R\$ 8,65/ação).

5. Por sua vez, a Ofertante estabeleceu o valor de R\$ 10,15/ação a ser oferecido no âmbito da OPA, superior, como vimos, ao valor apurado como justo pelo Avaliador.

6. Não obstante, após primeira análise da documentação da Oferta, verificamos que o fluxo de caixa projetado no Laudo de Avaliação considerava apenas as concessões atualmente existentes no portfólio de Arteris, sem projetar qualquer valor em função de novas concessões ou renovação daquelas já existentes, motivo pelo qual elaboramos a exigência abaixo, constante do Ofício nº 186/2015/CVM/SRE/GER-1, datado de 28/10/2015, encaminhado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2015-5579 (Processo de análise do pedido de registro da Oferta), cuja cópia [do referido Ofício] consta do documento 0080314 do presente Processo:

“2.3.6 - Com base no Plano de Negócios da Companhia, fundamentar no Laudo a razão de não se prever qualquer nova rodovia a ser administrada até 2033. Adicionalmente, esclarecer por que não foi contabilizado no fluxo de caixa descontado da Companhia o valor residual de seus ativos em 2033;”

7. Em resposta ao Ofício supra, a Ofertante protocolou expediente na CVM, em 16/11/2015 (cópia ao documento 0080311 do presente Processo), por meio do qual prestou os seguintes esclarecimentos quanto à exigência em questão:

“Em atendimento a esta exigência, o Avaliador incluiu na página 25 a informação de que, para efeitos de projeção, e de acordo com a estratégia corrente da Companhia, o plano de negócios fornecido pela mesma não contempla a adição de novas concessões no seu portfólio de negócios de forma a fundamentar o fato de não se prever qualquer nova rodovia a ser administrada pela Companhia até 2033. Adicionalmente, na página 39, o Avaliador esclareceu que os ativos da Companhia serão totalmente depreciados até o final do período de concessão e não há renovação prevista das concessões atuais, conforme o arcabouço regulatório em vigor, de forma a esclarecer o porquê da não contabilização no fluxo de caixa descontado da Companhia o valor residual de seus ativos em 2033;” (grifo nosso)

8. Em 01/12/2015, foi publicada reportagem no jornal Valor Econômico em que o presidente da Companhia fez determinadas declarações que não se coadunavam com a resposta acima, mais especificamente no sentido de que havia interesse da Arteris em participar de novos leilões de rodovias.

9. Tendo em vista as informações divulgadas por meio da reportagem em questão, realizamos uma pesquisa no site da Arteris, por meio da qual foi possível verificar que as informações ali disponíveis também não se coadunavam com o que havia sido informado na resposta da Ofertante à exigência 2.3.6 do Ofício nº 186/2015/CVM/SRE/GER-1, tendo em vista que explicitavam que a estratégia da Companhia incluía o interesse (i) em realizar *“investimentos de longo prazo com uma seletiva, sustentável e definida estratégia de crescimento”*, bem como (ii) na *“expansão das concessões de rodovias no Brasil”* e (iii) na *“busca por novos projetos de concessão rodoviária através de aquisições de concessionárias já existentes ou participação em processos licitatórios.”*

10. Dado o acima exposto, encaminhamos, em 16/12/2015, o Ofício nº 233/2015/CVM/SRE/GER-1 (cópia ao documento 0080315 do presente Processo), reiterando a exigência 2.3.6, nos seguintes termos:

“2.3.6 Em atendimento à presente exigência, foi esclarecido no Laudo de Avaliação que “para efeitos de projeção, e de acordo com a estratégia corrente da Companhia, o plano de negócios fornecido pela mesma não contempla a adição de novas concessões no seu portfólio de negócios”.

Entretanto, verificamos que a Companhia disponibilizou em seu *site*:

(i) Os 3 últimos documentos denominados “Apresentação Institucional”, datados de 02/06/2015, 12/08/2015 e 26/11/2015 que, em suas laudas de número 54, apresentam “*Investimentos de longo prazo com uma seletiva, sustentável e definida estratégia de crescimento*”, onde se inclui item denominado “*Novos Leilões*” citando possibilidades de participação em leilões no futuro;

(ii) *webpage* denominada “*Modelo de Negócios e Estratégia*” (endereço eletrônico: <http://ri.arteris.com.br/static/ptb/modelo-de-negocios-e-estrategia.asp>) contendo item denominado “*Expansão das concessões de rodovias no Brasil*” com a seguinte afirmação: “*Busca por novos projetos de concessão rodoviária através de aquisições de concessionárias já existentes ou participação em processos licitatórios.*”

Ademais, verificamos a publicação em 01/12/2015 no jornal Valor Econômico da matéria abaixo, onde é destacado, dentre outras questões, que:

(i) “**(...)a Arteris pretende disputar a concessão de 220 quilômetros do trecho da BR-101 Sul de Palhoça (SC) até a divisa com o Rio Grande do Sul, que tem sinergia com sua rede - a empresa já controla o trecho que vai de Curitiba a Palhoça**”; e que

(ii) “**Sobre o pacote de concessões do governo de São Paulo, no valor de R\$ 13,4 bilhões dos quais R\$ 10,5 bilhões serão em rodovias, o executivo diz que há "muito interesse"(...)**”.

Transcrição da referida matéria:

“Arteris estima potencial de investimento de R\$ 5,2 bi”

Data: Terça-feira, 01/12/2015

Mídia: Jornal Valor Econômico

Página/Seção: Empresas

Por Fernanda Pires | De São Paulo

“Apesar da crise econômica e do aumento de seu endividamento, a Arteris - a maior concessionária de rodovias do país em quilômetros - vislumbra potencial de ampliar a capacidade a partir de 2016. Além das melhorias previstas nos contratos que administra, a empresa quer realizar a totalidade dos novos investimentos em concessões já existentes listados na segunda etapa do Programa de Investimento em Logística (PIL), lançado em junho pelo governo.

*Dos R\$ 15,3 bilhões destacados no PIL para esse fim, cerca de R\$ 5,2 bilhões se concentram em quatro das cinco estradas federais sob gestão da Arteris. **"Como hoje o governo entende que o mecanismo de aumentar a tarifa é bom porque você adiciona novos investimentos, aumenta a qualidade e o nível de serviço ao usuário, é o mecanismo perfeito"**, disse o presidente da Arteris, David Díaz, ao ser questionado sobre qual contrapartida ao investimento é mais atraente para fazer o aditivo - aumento tarifário ou do prazo contratual. As concessões federais da Arteris vão até 2033.*

Quase todas as obras são melhorias e as que não exigem licenciamento ou desapropriações têm possibilidade de começar já em 2016, diz o executivo. Para o trecho administrado pela Autopista Fluminense (BR-101 de Niterói até a divisa com o Espírito Santo), o PIL destaca terceiras faixas entre Barreto e Manilha, um contorno de Itaboraí (RJ) e a duplicação do trecho final da concessão até a divisa com o Espírito Santo (km 0 ao 45).

Há ainda uma terceira faixa na Autopista Fernão Dias (a BR-381, que liga São Paulo a Belo Horizonte) e na Litoral Sul (BRs 376 e 101 no Paraná e Santa Catarina).

Entre os investimentos de maior fôlego e que demandarão mais tempo está a duplicação da Autopista Planalto Sul (BR-116, no trecho entre Curitiba e a divisa com Santa Catarina e Rio Grande do Sul), que deve consumir R\$ 2,5 bilhões dos R\$ 5,2 bilhões.

Ainda no PIL, mas entre os novos leilões programados para 2016, a Arteris pretende disputar a concessão de 220 quilômetros do trecho da BR-101 Sul de Palhoça (SC) até a divisa com o Rio Grande do Sul, que tem sinergia com sua rede - a empresa já controla o trecho que vai de Curitiba a Palhoça.

A companhia deve apresentar ao governo no início do ano um Procedimento de Manifestação de Interesse (PMI) para a concessão do trecho. No PIL o projeto está orçado em R\$ 1,1 bilhão, mas a Arteris analisa a possibilidade de adicionar algum investimento, cujo valor Díaz não adianta. "Estamos conversando também com municípios. Nosso estudo ainda é preliminar".

Sobre o pacote de concessões do governo de São Paulo, no valor de R\$ 13,4 bilhões dos quais R\$ 10,5 bilhões serão em rodovias, o executivo diz que há "muito interesse", mas espera mais informações. O modelo deve ser publicado no dia 17.

O endividamento da Arteris é alto. O grau de alavancagem (relação entre a dívida líquida sobre o Ebitda, que é o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) fechou o trimestre em 3,75 vezes ante 2,8 vezes na mesma base de 2014. A dívida ficou em R\$ 5,3 bilhões, sendo metade financiamento do BNDES atrelado à TJLP e o restante debêntures (títulos de crédito emitidos por uma empresa). "O mercado financeiro precisa crescer. Enxergamos muito interesse dos investidores para financiar projetos de infraestrutura". (grifos nossos)

Tendo em vista o exposto acima, entendemos que a adição de novas concessões ao portfólio de negócios faz parte do plano de negócios atual da Companhia, diferentemente do que foi afirmado no Laudo de Avaliação em resposta à presente exigência (pág. 25).

Dessa forma, solicitamos que o referido Laudo sofra as modificações necessárias de modo a que o valor da Companhia, calculado por meio daquele documento, passe a refletir a possibilidade da adição de novas concessões ao seu portfólio de negócios e a renovação daquelas que já fazem parte de seu portfólio."

11. Em resposta ao Ofício supra, a Ofertante protocolou expediente na CVM, em 28/12/2015 (cópia ao documento 0080312 do presente Processo), informando que:

"o Laudo de Avaliação foi alterado para esclarecer que o plano de negócios da Companhia contém apenas projeções financeiras referentes ao portfólio atual

de negócios da Companhia, e não contempla projeções financeiras de potenciais novas concessões ou eventuais modificações dos contratos de concessão existentes que se alinhem com a estratégia de longo prazo da Companhia (slides 26 e 54 do Laudo de Avaliação), uma vez que: (i) a ocorrência de leilões relativos a eventuais novas concessões é um evento futuro e incerto; (ii) em havendo os leilões, a vitória da Companhia é um evento futuro e incerto; (iii) nesta data, a Companhia não tem conhecimento sobre os termos e condições de referidos leilões (tais como os valores envolvidos); (iv) a eventual modificação de alguns dos contratos de concessão da Companhia no contexto do Programa de Investimentos em Logística (“PIL”), divulgado pelo Governo Federal são eventos incertos e que não garantem aditamentos aos atuais contratos de concessão da Companhia; e (v) eventuais participações em futuros leilões de novas concessões ou mesmo aditamentos aos contratos de concessão existentes demandariam, quando - e se - fosse o caso, um detalhado exame pela Companhia da possibilidade e respectiva fonte de financiamento de tais investimentos, tais como, mas não limitados à necessidade de aporte de capital pelos acionistas, taxas de juros do mercado, etc.”

12. Em razão do acima exposto, a Ofertante esclareceu que “*não há qualquer modificação a ser feita ao valor da Companhia apurado no Laudo de Avaliação*”, tendo o Avaliador incluído no referido documento (cópia ao documento 0080360 do presente Processo) anexo denominado “Novas Concessões – riscos e incertezas”, em que apresentou informações sobre o Programa de Investimentos em Logística (“PIL”) do Governo Federal, no que tange aos projetos no setor de rodovias em andamento e os previstos para os próximos anos, detalhando, inclusive, quais deles estão localizados em concessões da Arteris, porém apresentando uma série de incertezas de execução dos mesmos que teriam impossibilitado o Avaliador de apurar o valor das possibilidades de negócios futuros para a Companhia relacionados a tais projetos.

13. No Laudo de Avaliação consta que tais incertezas estariam relacionadas a: “*(i) taxa de retorno dos projetos dado o novo cenário macroeconômico; (ii) financiamento para os projetos (e.g. taxa de juros, participação do financiamento no investimento total); (iii) Disponibilidade de equity por parte da Arteris para realizar os investimentos; (iv) valor total dos investimentos, uma vez que não se sabe a base usada para determinar os valores apresentados; (v) data de realização dos projetos; e (vi) aprovação dos estudos pela ANTT e negociação das modificações dos contratos de concessões vigentes.*”

14. Dessa forma, concluiu o Avaliador, no anexo “Novas Concessões – riscos e incertezas” do Laudo de Avaliação, que “*o plano de negócios da companhia não contempla projeções financeiras de potenciais novas concessões ou modificações dos contratos de concessão que possam ser objeto de negociações futuras dada a incerteza e falta de informações sobre os parâmetros necessários.*”

15. Ademais, cabe ressaltar que, em outra seção do Laudo de Avaliação, denominada “Estratégia e Oportunidades”, foi inserida a informação de que: “*como companhia de concessões rodoviárias cujo objetivo é permanecer e prosperar no mercado brasileiro, a Arteris sempre está atenta a novas oportunidades de negócios que estejam em linha com os parâmetros estratégicos do grupo (ex. foco em rodovias, disciplina de capital de acordo com rentabilidade exigida pelo acionista)*”.

16. Mesmo após a leitura do expediente supra, bem como das informações que foram incluídas no Laudo de Avaliação, continuamos entendendo que o valor da Companhia apurado por meio do referido documento continuava não capturando de forma objetiva as possibilidades de novos projetos a serem conduzidos pela Arteris, seja no âmbito de novas concessões, seja no âmbito da renovação daquelas já existentes em sua “carteira”, motivo pelo qual encaminhamos, em 26/01/2016, o Ofício nº 26/2016 /CVM/SRE/GER-1 (cópia ao documento 0080313 do presente Processo), reiterando mais uma vez a exigência 2.3.6, nos seguintes termos:

“Ademais, constatamos que, em resposta à exigência 2.3.6 do Ofício, foram realizadas alterações no Laudo de Avaliação, sendo incluída a informação de que, “como companhia de concessões rodoviárias cujo objetivo é permanecer e prosperar no mercado brasileiro, a Arteris sempre está atenta a novas oportunidades de negócios que estejam em linha com os parâmetros estratégicos do grupo (ex. foco em rodovias, disciplina de capital de acordo com rentabilidade exigida pelo acionista)” (página 24 do referido documento).

No entanto, verificamos que o valor da Companhia, calculado por meio do referido Laudo de Avaliação, não sofreu alteração em função das considerações acima mencionadas, sendo declarado no referido documento que o “plano de negócios da companhia não contempla projeções financeiras de potenciais novas concessões ou modificações dos contratos de concessão que possam ser objeto de negociações futuras, dada a incerteza e falta de informações sobre os parâmetros necessários” (página 54 do Laudo de Avaliação).

Não obstante, tendo em vista que a Companhia tem o objetivo declarado de permanecer e prosperar no mercado de concessões rodoviárias, determinamos que o valor justo calculado por meio do Laudo de Avaliação reflita esse objetivo.

Assim, o Laudo de Avaliação deverá sofrer as modificações necessárias, de modo que o valor da Companhia, calculado por meio daquele documento, passe a refletir a estratégia de negócio atual da Companhia, que engloba a permanência no mercado brasileiro e a adição de novas concessões ao seu portfólio.”

17. Por meio do referido Ofício, esclarecemos também que, caso as exigências constantes do mesmo não fossem atendidas, o pedido de registro da OPA seria indeferido pela SRE, motivo pelo qual o Recorrente interpôs, em 05/02/2016, o recurso ora em análise (documentos 0077582 e 0077584 do presente Processo), alegando, conforme será visto em detalhes na seção “I. Alegações da Recorrente”, que *“dadas todas as incertezas e variáveis existentes sobre a efetivação e parâmetros de eventos de negócios futuros, e em coerência com as metodologias de avaliação dos analistas de mercado e laudos de avaliação anteriormente aprovados por essa I. CVM, é a posição do Avaliador Independente que potenciais novas concessões ou modificações de contratos existentes que dependam de eventos futuros e incertos não deveriam impactar no valor atribuído à Companhia por meio do Laudo de Avaliação”.*

18. Adicionalmente, o Avaliador realizou alterações no Laudo de Avaliação, de forma que, em sua última versão (documento 0080360 do presente Processo), protocolada junto ao recurso em tela, em 05/02/2016, consta a declaração de que *“a possibilidade de novas concessões e/ou modificações dos contratos de concessão existentes, foi considerada na avaliação da Companhia, sem que, refletisse em alteração do valor da Companhia.*

19. Sobre esse ponto, foi incluído no Laudo de Avaliação uma seção específica, denominada *“Considerações do avaliador independente com relação a novas oportunidades de negócio”*, onde esclarece que *“o BNP Paribas, em seu papel de avaliador independente, levou em consideração a possibilidade de novas concessões e/ou modificações dos contratos de concessão existentes objeto de negociações futuras, mas não considera adequado incluir na avaliação da Companhia projeções financeiras das mesmas, tendo em vista as considerações apresentadas a seguir: (i) imprevisibilidade do cronograma de implementação de novos projetos setoriais, uma vez que o lançamento de editais de leilão para eventuais novas concessões é um evento futuro e absolutamente incerto (vide pág. 54); (ii) impossibilidade de definir a probabilidade de sucesso da Arteris em novos leilões; (iii) indefinição com relação ao valor dos investimentos, uma vez que não se sabe a base usada pelo poder concedente para*

determinar os valores apresentados (vide pág. 56); (iv) condições desconhecidas de estruturação dos projetos (e.g. disponibilidade de capital próprio e financiamento, taxa de remuneração, participação do financiamento no investimento total); (v) dificuldade de definir, de maneira consistente, as variáveis finais necessárias para as novas concessões (i.e. taxa de retorno dos projetos, prazo das concessões, etc); e (vi) novos negócios e renovação de concessões não necessariamente irão gerar valor à Arteris (vide estudo do caso da Ecorodovias na pág. 57).”

20. Em linha com os argumentos apresentados na seção supramencionada, foi incluído no Laudo de Avaliação: (i) estudo de caso sobre o novo leilão da Ponte Rio-Niterói, segundo o qual seria possível inferir que o valor de mercado na nova concessionária, Ecorodovias, caiu após vencer o referido leilão (pág. 57); e (ii) seção denominada “Sumário de avaliações de empresas de concessões”, onde são mencionados laudos de avaliação, no âmbito de OPA realizadas, bem como são citados relatórios de analistas de mercado, sobre empresas de concessões rodoviárias, em que não foi atribuído valor a potenciais renovações e a novas concessões.

21. A despeito dos esclarecimentos prestados por meio do expediente de 05/02/2016, bem como daqueles inseridos no Laudo de Avaliação, continuamos entendendo que o referido documento permanece não apurando de forma objetiva o valor das possíveis renovações de concessões atualmente atribuídas à Arteris, bem como o valor de possíveis novas concessões que a Companhia venha a incorporar ao seu portfólio, levando-se em conta a sua estratégia de negócios, qual seja, “*permanecer e prosperar no mercado brasileiro, (...) [estando] sempre (...) atenta a novas oportunidades de negócios que estejam em linha com os parâmetros estratégicos do grupo (ex. foco em rodovias, disciplina de capital de acordo com rentabilidade exigida pelo acionista)*”, conforme fora explicitamente incorporado no Laudo de Avaliação e em linha com o que foi possível verificar no *site* da Companhia e depreender da reportagem citada no parágrafo 10 acima.

22. Dessa forma, decidimos manter o entendimento exposto no Ofício nº 26/2016/CVM/SRE/GER-1, citado no parágrafo 16 acima, pelos motivos que serão expostos em maiores detalhes na seção “Nossas Considerações” abaixo, submetendo, por meio do presente Memorando, o Recurso ao Colegiado da CVM.

I. Alegações da Recorrente[1]

“Em atendimento às exigências formuladas por meio do Ofício em relação ao Laudo de Avaliação, esclarecemos o seguinte:

Premissas

1. Especificamente em relação à solicitação feita por V.Sas. no sentido de que o valor justo calculado por meio do Laudo de Avaliação reflita o objetivo da Companhia de permanecer e prosperar no mercado de concessões rodoviárias, esclarecemos que as premissas consideradas para o cálculo dos valores apresentados no Laudo de Avaliação refletem tal objetivo. A possibilidade de novas concessões e/ou modificações dos contratos de concessão existentes é de conhecimento do Avaliador Independente, foi levada em consideração por este quando do processo de avaliação da Companhia, sem que, no entanto, refletisse em alteração do valor da Companhia apresentado no Laudo de Avaliação, tendo em vista a impossibilidade de se definir, de maneira consistente, as variáveis aplicáveis, conforme destacado no Edital e detalhado abaixo.

2. Neste sentido, é indispensável observar também que o Laudo de Avaliação apresentado pelo Avaliador Independente foi feito em respeito a todas as regras estabelecidas pela regulamentação aplicável, em especial a Instrução CVM

361. Ou seja, o valor apresentado pelo BNP Paribas no Laudo de Avaliação atende a cada um dos critérios e metodologias estabelecidos no Anexo III da Instrução CVM 361 e reflete a opinião do BNP Paribas, conforme determina tal instrução.

Imprevisibilidade com Relação a Novas Oportunidades de Negócio

3. O Avaliador Independente, no exercício de sua função no âmbito da Oferta e em respeito às disposições da Instrução CVM 361, não considera adequado alterar o valor de avaliação constante do Laudo de Avaliação exclusivamente em razão de projeções financeiras de potenciais novas concessões ou modificações dos contratos de concessão que possam ser objeto de negociações futuras, em razão, principalmente, do quanto segue:

a. imprevisibilidade do cronograma de implementação de novos projetos setoriais, uma vez que o lançamento de editais de leilão para eventuais novas concessões é um evento futuro, dependente da ingerência do poder concedente e absolutamente incerto, já que a Companhia não tem qualquer influência sobre esse processo;

b. impossibilidade de definir a probabilidade de sucesso da Arteris em eventuais novos leilões;

c. indefinição com relação ao valor dos investimentos, uma vez que não se sabe os critérios utilizados para determinar os valores apresentados;

d. dificuldade de se definir, de maneira consistente, as variáveis finais necessárias para as novas concessões (ou seja, taxa de retorno dos projetos, prazo das concessões, etc.); e

e. eventuais participações em futuros leilões de novas concessões ou mesmo aditamentos aos contratos de concessão existentes demandariam, quando - e se - fosse o caso, um detalhado exame pela Companhia da possibilidade e respectiva fonte de financiamento de tais investimentos, tais como, mas não limitados à necessidade de aporte de capital pelos acionistas, taxas de juros do mercado, etc.

3.1. A este respeito, vide também o slide 34 do Laudo de Avaliação e o slide 4 do Material de Apoio.

4. Adicionalmente, o plano de negócios da Companhia inclui apenas as projeções financeiras do seu portfólio atual, consolidando os 9 contratos de concessão vigentes (sendo cinco contratos federais e quatro contratos estaduais), que têm prazo determinado e não preveem renovação ou aumento de prazo de concessão automática o que, inclusive, é corroborado pela audiência pública 02/2016 por meio da qual o Governo do Estado de São Paulo já manifestou sua intenção de licitar rodovias que atualmente estão sob a concessão da Arteris, após o término do prazo dos contratos de concessão. Assim, o plano de negócios da Companhia não contempla projeções financeiras de possíveis novos negócios, inclusive aqueles correspondentes a modificações dos contratos de concessões que possam ser objeto de negociações futuras com os poderes concedentes, dada a incerteza e falta de informações sobre os parâmetros necessários (slides 26, 54, 55 e 57 do Laudo de Avaliação).

5. Apesar de estarem previstas 15 rodovias a serem leiloadas em 2016, sendo que quatro destas estavam previstas para 2015 e não ocorreram, há o risco de

o governo não conseguir executá-las no prazo estipulado, como ocorrido em 2015 (slide 54 do Laudo de Avaliação).

6. Os novos projetos de infraestrutura citados ainda não possuem projetos de obra pela Companhia e a estimativa divulgada pelo governo federal e estadual também não teve participação da Companhia. Conseqüentemente, a Companhia não possui orçamentos apurados para adequada avaliação daqueles empreendimentos.

7. Os novos projetos de infraestrutura que possuem expectativa de serem leiloados serão realizados por meio de licitação/concorrência pública, ou seja, apesar do potencial interesse da Companhia em estudar os projetos, não existe nenhuma garantia de vencer os referidos leilões. Esta incerteza se aplica tanto para o Programa de Manifestação de Interesse (PMI), o qual a Arteris está estudando, quanto para os demais lotes de rodovias federais e estaduais que serão leiloados (slides 54, 55 e 56 do Laudo de Avaliação).

8. Para os projetos de infraestrutura que fazem parte do Programa de Investimento em Logística do Governo (PIL) e que estão nas concessões existentes, a concretização dos projetos exige primeiramente comprovar a viabilidade de infraestrutura proposta e impactos sociais derivados, impactos em tráfego/demanda, orçamento de obras e custos adicionais e remuneração mínima exigida pela Companhia (slides 54, 55 e 56 do Laudo de Avaliação).

Renovação de Concessões

9. Conforme se depreende dos estudos apresentados nos slides 5 e 6 do Material de Apoio, além das imprevisibilidades indicadas no item 3 acima, o arcabouço regulatório e histórico no Brasil indica que: (i) as concessões rodoviárias são, no geral, relicitadas ao fim do prazo de concessão; e (ii) outras concessões de serviços públicos que têm ativos não depreciados ao final do período de concessão e, portanto, podem fazer jus à uma renovação de concessão, tais como as concessões de transmissão de energia, quando renovadas, podem vir seguidas de condições econômicas materialmente inferiores à situação anterior à renovação, o que poderia impactar adversamente e substancialmente o valor econômico da concessão renovada. Sem prejuízo do disposto no item 3 acima, o entendimento técnico do Avaliador Independente é de que esses são, também, motivos que sustentam a impropriedade de se alterar os valores constantes do Laudo de Avaliação.

9.1. A este respeito, vide também o slide 3 do Material de Apoio.

Precedentes

10. Conforme consta do slide 2 do Material de Apoio anexo, de cinco Laudos Precedentes, já aprovados por essa I. CVM, apenas um deles (caso Ampla) considera potencial renovação de concessão, sendo que, por outro lado, nenhum destes atribuiu valor a potenciais novas concessões.

10.1. Neste sentido, inclusive, vale destacar que, as empresas de concessão de serviços públicos em muitos casos renovam seus contratos em condições econômicas materialmente inferiores, ainda que fazendo jus a uma compensação por ativos não depreciados ao final do período de concessão (vide slides 5 e 6 do Material de Apoio), como, por exemplo, companhias de distribuição e transmissão de energia.

Adicionalmente, convém ressaltar que, diferentemente de companhias de distribuição e transmissão de energia, empresas de concessões rodoviárias (tal como a Arteris) não têm ativos não depreciados ao final dos períodos de concessão e, portanto, não fazem jus a qualquer indenização por parte do poder concedente, e nem têm qualquer perspectiva de requerer renovação destes contratos, razão pela qual a opinião do Avaliador Independente é de que o valor terminal atribuído à Companhia, para fins de avaliação, deve ser zero.

10.2. Outro ponto importante a ser observado por V.Sas. é que os laudos mencionados acima contêm redações justamente no sentido das que ora se defende, tal como se verifica nos Laudos Precedentes, conforme destacado a seguir, para pronta referência dessa I. Comissão:

LAUDOS PRECEDENTES [2]	SLIDES
<i>Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. (2006)</i>	35/40
<i>Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. (2010)</i>	19
<i>Ampla Energia e Serviços S.A. (2012)</i>	54
<i>Redentor Energia S.A. (2013)</i>	5
<i>Redentor Energia S.A. (2015)</i>	46

10.2.1. A este respeito, vide também o slide 2 do Material de Apoio.

11. Além dos laudos de avaliação mencionados no item 10 acima, a posição adotada pelo Avaliador Independente no presente Laudo de Avaliação é amplamente corroborada pela atuação dos analistas de mercado no âmbito de seus Relatórios de Research. Ou seja, de acordo com as práticas usuais de avaliação de empresas de concessões rodoviárias, potenciais novas concessões e/ou modificações dos contratos de concessão não refletem em alteração do valor econômico da companhia avaliada.

11.1. Neste sentido, vejam anexos a esta carta, para referência dessa I. Comissão, cinco Relatórios de Research[\[3\]](#) elaborados por Banco Itaú BBA (pag. 2), Banco UBS (pags. 1 e 2); Banco J.P.Morgan (pags. 3 e 4); Banco Santander (pag. 6); e Barclays (pag. 2), segundo os quais potenciais novas concessões ou modificações dos contratos de concessão existentes não refletem em alteração do valor de avaliação.

Conclusão

Diante do exposto acima e dadas todas as incertezas e variáveis existentes sobre a efetivação e parâmetros de eventos de negócios futuros, e em coerência com as metodologias de avaliação dos analistas de mercado e laudos de avaliação anteriormente aprovados por essa I. CVM, é a posição do Avaliador Independente que potenciais novas concessões ou modificações de contratos existentes que dependam de eventos futuros e incertos não deveriam impactar no valor atribuído à Companhia por meio do Laudo de Avaliação.

II. Nossas Considerações

23. Inicialmente, cabe lembrar que a necessidade de elaboração de laudo de avaliação nas OPA para cancelamento de registro tem origem no § 4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76, nos seguintes termos:

“Art. 4º, § 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.” (grifos nossos)

24. Já a CVM, ao regulamentar o tema, inseriu em seu normativo, nos termos do inciso VI do art. 4º da Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361), a necessidade de que determinadas OPA, dentre as quais se encaixa a presente Oferta (para cancelamento de registro e cujo ofertante é o acionista controlador), seja instruída com laudo de avaliação da companhia objeto, nos seguintes termos:

“Art. 4º, inciso VI - sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou por pessoa a ele vinculada, a OPA será instruída com laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle, ressalvado o disposto no art. 29, § 6º, II;”

25. Ademais, nos termos do § 3º do art. 8º daquela Instrução, “o laudo de avaliação deverá observar o disposto no Anexo III”.

26. O referido Anexo, por sua vez, apresenta os requisitos mínimos a serem observados na elaboração do laudo de avaliação, dentre os quais destacamos os seguintes, que a nosso ver permeiam o caso em tela:

I – As informações constantes do laudo de avaliação deverão ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas.

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.

III – As informações constantes do laudo de avaliação deverão ser baseadas

nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral. Quanto às informações gerenciais, o avaliador somente as aceitará e utilizará se entender que elas são consistentes.

(...)

Valor Econômico pela Regra do Fluxo de Caixa Descontado

XIV – Para o cálculo do valor econômico pelo critério do fluxo de caixa descontado, deve ser observado o seguinte:

a) o laudo de avaliação deverá contemplar as fontes, os fundamentos, as justificativas das informações e dos dados apresentados, indicação das equações utilizadas para o cálculo do custo do capital, bem como as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas;” (grifos nossos)

27. Adicionalmente, o Regulamento do Novo Mercado, segmento em que a Companhia é listada, prevê, para os casos de cancelamento de registro de companhia aberta, o que segue:

“10.1 Laudo de Avaliação. O cancelamento do registro de companhia aberta exigirá a elaboração de laudo de avaliação de suas ações pelo respectivo Valor Econômico, devendo tal laudo ser elaborado por instituição ou empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da Companhia, seus Administradores e/ou Acionista Controlador, além de satisfazer os requisitos do § 1º do artigo 8º da Lei das Sociedades por Ações, e conter a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo.

10.1.1 A escolha da instituição ou empresa especializada responsável pela determinação do Valor Econômico da Companhia é de competência privativa da assembleia geral, a partir da apresentação, pelo conselho de administração, de lista tríplice, devendo a respectiva deliberação, não se computando os votos em branco, ser tomada pela maioria dos votos dos acionistas representantes das Ações em Circulação presentes naquela assembleia, que se instalada em primeira convocação deverá contar com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 20% (vinte por cento) do total de Ações em Circulação, ou que se instalada em segunda convocação poderá contar com a presença de qualquer número de acionistas representantes das Ações em Circulação.

10.1.2 Os custos de elaboração do laudo de avaliação deverão ser assumidos integralmente pelo ofertante.

10.2 Oferta Pública. Na oferta pública de aquisição de ações, a ser feita pelo Acionista Controlador ou pela Companhia, para o cancelamento do registro de companhia aberta, o preço mínimo a ser ofertado deverá corresponder ao Valor Econômico apurado no laudo de avaliação de que trata o item 10.1 deste Regulamento de Listagem.” (grifos nossos)

28. Voltando ao caso concreto, cabe lembrar que o Avaliador entende que a última versão apresentada do Laudo de Avaliação leva em consideração as possibilidades de a Companhia renovar as concessões atualmente em seu portfólio, bem como vencer novos leilões, adicionando novos projetos ao mesmo, e, ainda assim, julga que tais possibilidades não modificam o valor atribuído à Companhia no referido

documento.

29. Porém, o Avaliador não inseriu no Laudo de Avaliação nenhum tipo de cálculo para embasar essa opinião, alegando que as incertezas quanto às referidas possibilidades o impedem de realizar qualquer tipo de mensuração.

30. Em nosso entendimento, a opção do avaliador em não realizar qualquer tipo de cálculo objetivo que justifique ter atribuído valor nulo às referidas possibilidades estaria em desacordo com o item I do Anexo III da Instrução CVM 361, que requer, como vimos acima, que *“as informações constantes do laudo de avaliação deverão ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas.”*

31. Ademais, atribuir valor nulo às possibilidades acima mencionadas seria equivalente a considerar que todos os projetos de investimento futuros da Companhia, quer sejam fruto de renovação de concessões atuais, quer sejam fruto de novas concessões, possuem valor presente líquido (VPL) igual a zero, ou seja, não agregariam qualquer valor à Companhia, caso viessem a se materializar, o que, a nosso ver, não estaria aderente à manifestada intenção da mesma de *“permanecer e prosperar no mercado brasileiro”*.

32. Como se vê, além de a opinião do Avaliador, atribuindo valor nulo aos futuros projetos da Companhia não se coadunar com a sua estratégia de negócios, tal opinião não está calcada por análise fundamentada de valor, o que seria um requisito previsto também pelo item II do Anexo III da instrução CVM 361, nos seguintes termos: *“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.”*

33. Cabe reforçar que o tema em questão, qual seja, o valor a ser atribuído no Laudo de Avaliação às possibilidades de a Arteris renovar ou adicionar concessões ao seu portfólio de negócios, merece ainda mais destaque no presente caso, em que tais possibilidades traduzem a estratégia da Companhia, que, como vimos na parte inicial do presente Memorando, contempla *“permanecer e prosperar no mercado brasileiro, (...) [estando] sempre (...) atenta a novas oportunidades de negócios que estejam em linha com os parâmetros estratégicos do grupo (ex. foco em rodovias, disciplina de capital de acordo com rentabilidade exigida pelo acionista)”*.

34. Nesse sentido, cabe lembrar o que preceitua o item III do Anexo III da Instrução CVM 361, ao salientar que *“as informações constantes do laudo de avaliação deverão ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral.”*

35. Como se vê, as informações sobre a estratégia da Companhia, as quais estavam disponíveis inclusive em seu próprio *site*, encaixam-se no que prevê o dispositivo supra, reforçando a necessidade de que tais informações sejam consideradas de forma objetiva na apuração do valor da Companhia por meio do Laudo de Avaliação.

36. Ademais, cabe ressaltar que a própria Companhia, quando de seu IPO, cujo Prospecto Definitivo foi divulgado em 14/07/2005, elencou alguns “Pontos Fortes” e princípios que orientam a sua “Estratégia”, abaixo transcritos, que demonstram que a Arteris já sinalizava para o mercado que pretendia adicionar novas concessões ao seu portfólio de negócios:

“Pontos Fortes

Acreditamos que nossos principais pontos fortes são os seguintes:

(...)

Alto potencial de crescimento. Na qualidade de terceira maior concessionária de rodovias no Brasil, acreditamos estar bem posicionados para participar do processo de expansão do mercado brasileiro de concessões rodoviárias, à medida que novos programas de concessão vierem a ser anunciados. Adicionalmente, acreditamos que este setor oferece oportunidades atrativas de aquisição de concessões já existentes. Após a conclusão da Oferta Global, seremos uma das duas únicas companhias do setor de concessões rodoviárias brasileiro listadas no Novo Mercado. Face a esse cenário, entendemos que o nosso posicionamento após a Oferta, o nosso histórico de sucesso em nossas operações e a expertise do nosso Acionista Controlador, nos coloca em posição diferenciada para alcançar um crescimento relevante nos próximos anos.

(...)

Estratégia

Nossa estratégia encontra-se orientada pelos seguintes princípios:

- Expandir nossa rede de concessões rodoviárias. Em 31 de março de 2005, tínhamos 907 Km de rodovias sob concessão, representando 9,4% do total de rodovias operadas pelo setor privado no Brasil. O governo do estado de São Paulo e o Governo Federal anunciaram, recentemente, planos de licitar novas concessões rodoviárias, as quais representariam a operação de 3.435,7 Km adicionais de rodovias, assim como a implementação de programas de PPP no setor de rodovias. Pretendemos participar desses processos de licitação, bem como de PPP, com o intuito de aumentar a nossa participação de mercado, resultados operacionais e valor de nossas ações.

- Maximizar eficiências operacionais. Na medida que expandimos a nossa malha rodoviária, procuramos obter maiores eficiências operacionais. Como os nossos contratos de concessão estabelecem os investimentos de capital necessários e os serviços que devemos fornecer, os nossos resultados operacionais são diretamente impactados pela maximização de nosso desempenho operacional. Nossas iniciativas incluem:

- . Economias de escala. Cada concessão adicional integrada ao grupo resulta no aproveitamento de economias de escala, particularmente relevantes no que dizem respeito a know-how, centralização de práticas administrativas, gerenciais e de tecnologia, permitindo reduções de custos operacionais;

- . Aproveitamento de sinergias. Pretendemos dar continuidade ao aproveitamento de sinergias decorrentes da interligação das rodovias que operamos atualmente; e

- . Terceirização. Com o objetivo de reduzir os custos operacionais de nossas concessões, boa parte dos serviços de arrecadação e de atendimento mecânico e médico que prestamos aos nossos usuários é terceirizada.” (grifos nossos)

37. Adicionalmente, a Instrução CVM 361 prevê ainda, no que se refere especificamente ao cálculo do valor econômico pela regra do fluxo de caixa descontado, que “o laudo de avaliação deverá contemplar as fontes, os fundamentos, as justificativas das informações e dos dados apresentados, indicação das equações utilizadas para o cálculo do custo do capital, bem como as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas”.

38. Uma vez concluído que o valor das possibilidades de renovação e/ou adição de novas concessões ao portfólio de negócios da Arteris deve ser objetivamente estimado, nos termos do que requer a Instrução

CVM 361 e em consonância com a estratégia de negócios da Companhia, cabe ressaltar que, mesmo com todas as incertezas levantadas pelo Avaliador, existem ferramentas na teoria de Finanças que permitem realizar tal estimação, como, por exemplo, atribuindo probabilidades a cenários futuros de sucesso e insucesso na renovação e/ou adição de novas concessões, utilizando-se da técnica de “Opções Reais”, ou mesmo considerando um cálculo de perpetuidade, dado que a Companhia pretende continuar existindo indefinidamente como operadora de concessões rodoviárias.

39. O Avaliador, além das alegações acima comentadas, quanto às incertezas inerentes às possibilidades de renovação e/ou adição de novas concessões ao portfólio de negócios da Companhia, citou alguns laudos de avaliação de outras companhias que foram objeto de OPA e que são concessionárias, frisando que dos 5 laudos mencionados[4], apenas em um foi atribuído algum valor para as referidas possibilidades.

40. Sobre esse ponto, cabe ressaltar primeiramente que a análise quanto à necessidade de atribuir-se valor às possibilidades em tela deve ser realizada caso a caso, observando-se, dentre outras questões, a estratégia de negócios da companhia objeto.

41. Ademais, mesmo que em algum desses laudos houvesse situação similar à observada no presente caso, não estaria a CVM limitada a atuar da mesma forma em casos novos, sob pena de ter que conceder o registro de uma OPA mesmo entendendo que o seu laudo não está adequado ao que preceitua a regulamentação aplicável.

42. Foram protocolados ainda 5 relatórios de analistas de mercado (“Relatórios de Research”[5]), de empresas concessionárias, em que também não foi atribuído valor às possibilidades de renovação e/ou adição de novas concessões.

43. Antes de mais nada, é importante frisar que existe uma diferença conceitual importante entre um Relatório de Research e um Laudo de Avaliação, no que diz respeito às suas funções.

44. O Relatório de Research tem a função de informar aos seus destinatários, que normalmente são clientes de uma corretora ou banco de investimento, sobre o preço alvo de um ativo, podendo, em algumas situações, como no caso de empresas concessionárias, apurar um preço com base no fluxo de caixa das concessões vigentes e mencionar um *upside*, como, por exemplo, a possibilidade de um valor adicional por conta de novas concessões ou renovação daquelas existentes.

45. Tal método de valoração não poderia ser aceito em um Laudo de Avaliação elaborado nos termos da Instrução CVM 361, ou mesmo do Regulamento do Novo Mercado, conforme citamos no parágrafo 27 acima, tendo em vista a sua função precípua de definir o **valor justo** da ação objeto de uma OPA.

46. Portanto, dada a função do referido documento, entendemos que o valor justo para fins de OPA, calculado por meio de Laudo de Avaliação, elaborado em consonância com a Instrução CVM 361, não poderia corresponder a um preço alvo com base apenas nas concessões vigentes, desconsiderando ou simplesmente citando um *upside*, a não ser que estivesse previamente declarado que a companhia objeto da OPA iria encerrar suas atividades à medida que as concessões em vigor chegassem ao prazo de vencimento.

47. Do contrário, a nosso ver, o Laudo de Avaliação deve ter o objetivo de capturar o valor de uma companhia em sua integridade, considerando todas as informações disponíveis, inclusive aquelas de cunho gerencial e estratégico, conforme preceitua a própria Instrução CVM 361, fundamentando o cálculo do referido valor, independentemente das incertezas inerentes ao mesmo.

48. Nesse sentido, apenas como informação adicional, cabe pontuar que o art. 4º do Estatuto Social da Arteris prevê que “o prazo de duração da Companhia será por tempo indeterminado.”

49. Ainda sobre esse ponto, cabe tecer um breve comentário a respeito de dispositivo constante do Anexo III da Instrução CVM 361 (item XIV. d), que poderia suscitar dúvidas quanto ao nosso entendimento acima exposto, tendo em vista que requer que sejam indicados, para o cálculo do valor

econômico pelo critério do fluxo de caixa descontado, “os pressupostos para a determinação do valor residual, calculado através do método da Perpetuidade do Fluxo de Caixa, por múltiplos ou por outro critério de avaliação, sempre se considerando o prazo de duração das companhias, estabelecido em seus Estatutos Sociais, e, na hipótese de empresas concessionárias de serviços públicos, o prazo estabelecido no respectivo contrato de concessão”.

50. Entendemos que tal dispositivo tem o condão de esclarecer que, para empresas concessionárias, os prazos dos contratos de concessão atualmente em vigor devem ser levados em consideração ao se projetar os fluxos de caixa provenientes especificamente de tais contratos.

51. Não obstante, o dispositivo em questão não trata da possibilidade da adição de novas concessões, nem da renovação daquelas em vigor, o que, a nosso ver, deveria ser incorporado ao modelo utilizado para avaliar companhias como a Arteris, que possui diferentes concessões, participa ativamente de novos leilões e tem prazo de duração indeterminado, conforme mencionamos no parágrafo 48 acima.

52. Voltando ao tema dos Relatórios de Research, cabe mencionar que coletamos e verificamos relatórios elaborados por 17 instituições diferentes[6] a respeito de diferentes empresas de concessões públicas, das quais 9 não citam se o modelo utilizado para a avaliação de tais empresas considera ou não a adição de novos projetos ou a renovação daqueles existentes[7], sendo que as demais afirmam que utilizaram no modelo de avaliação apenas o fluxo de caixa das concessões atualmente existentes.

53. No entanto, verificamos que 10 das 17 instituições acima mencionadas citam que a possibilidade da adição de novas concessões representariam um *upside* no preço alvo[8].

54. Apenas como informação adicional, dentre os relatórios por nós verificados, constatamos, por exemplo, que o relatório elaborado pelo Bradesco CCTVM S.A. (“Bradesco”), sobre a Arteris, datado de 23/09/2015 (documento 0080416 do presente Processo), contém menção ao fato de o Laudo de Avaliação da OPA não considerar a possibilidade de adição de novas concessões ao portfólio de negócios da Companhia, dentre outras questões que poderiam, caso fossem consideradas, adicionar valor ao preço ofertado.

55. Já no relatório seguinte elaborado pelo Bradesco sobre a Arteris, datado de 06/10/2015 (documento 0080421), há menção ao fato de que as questões citadas no relatório de 23/09/2015, caso fossem consideradas, poderiam elevar o preço da OPA a R\$ 11,50/ação, nos seguintes termos:

“The valuation report indicated a fair equity value of R\$8.74-R\$9.55/ARTR3, but Abertis and Brookfield have confirmed the tender price of R\$10.07/ARTR3 (dividend adjusted). As discussed in our Sept. 23 report “Round 2: Fight!”, this valuation does not incorporate the upside risks, which could add up to R\$11.5/ARTR3 to the tender price. Despite this upside potential, minorities may have trouble reaching the 10% of total shares needed to request a second valuation.”

56. Nessa mesma linha, o Itaú Corretora de Valores S.A., em relatório datado de 06/08/2015, a respeito da Arteris (documento 0080750 do presente Processo), entendeu que os acionistas minoritários da Companhia poderiam vir a solicitar a revisão de preço de que trata o art. 4º-A da LSA, tendo em vista o potencial de novas concessões, o qual não foi precificado no Laudo de Avaliação, nos seguintes termos:

“Arteris’ controlling shareholder has already declared its intention to delist the company and offered BRL 10.15/ARTR3, which is 5.7% above the current share price. That said, we believe that the stock is no longer trading on fundamentals. In addition, a couple of months ago the federal government announced potential contract amendments for Arteris that summed up to BRL 5.2 billion, which represents 1.6x its market cap. On one hand, we believe that the company has limited capacity to take on new projects (we estimate that Arteris’ net debt/EBITDA will reach 3.9x and 4.2x in 2015 and 2016, respectively); on

the other hand, minorities might question the offer price due to this optionality.”

57. No que tange especificamente aos 5 Relatórios de Research protocolados pela Recorrente, citados no parágrafo 42 acima, em todos eles foi utilizada a metodologia do fluxo de caixa descontado apenas das concessões vigentes, sem considerar renovações ou novas concessões para se estabelecer o valor do preço alvo.

58. No entanto, verificamos que desses 5 relatórios, os 3 que são da Arteris^[9] expressamente ressaltam o potencial de novas concessões para a Companhia como um *upside risk*.

59. Como exemplo, verificamos que em um desses 3 relatórios sobre Arteris, elaborado pelo UBS Brasil CCTVM S.A., datado de 03/05/2015 (documento 0080558 do presente Processo), foi apresentado o preço alvo de R\$ 16,00/ação, obtido pela metodologia do fluxo de caixa descontado das atuais concessões, sem considerar renovações ou novos projetos, porém estabelecendo o valor de R\$ 22,50/ação em um cenário otimista (*upside risk*), incluindo a possibilidade de novas concessões.

60. Cabe salientar que a nossa preocupação não é em elevar o preço da Oferta, e sim em assegurar que o Laudo de Avaliação reflita todas as informações disponíveis sobre a Companhia.

61. Tanto é que, em exigência encaminhada no curso da análise do pedido de registro da OPA (exigência 2.3.3 do Ofício nº 186/2015/CVM/SRE/GER-1, documento 0080314 do presente Processo), solicitamos que o Laudo de Avaliação fosse alterado de modo a se utilizar das demonstrações financeiras de Arteris mais atuais que se encontravam disponíveis na data do documento em questão, tendo o atendimento à referida exigência resultado em uma redução no valor apurado no Laudo de Avaliação.

62. Diante de todo o exposto, ratificamos nosso entendimento de que o valor econômico da Companhia, calculado por meio do Laudo de Avaliação, deve refletir a sua estratégia, que engloba *“permanecer e prosperar no mercado brasileiro, (...) [estando] sempre (...) atenta a novas oportunidades de negócios que estejam em linha com os parâmetros estratégicos do grupo (ex. foco em rodovias, disciplina de capital de acordo com rentabilidade exigida pelo acionista)”*, de modo que o Laudo de Avaliação deve ser alterado para que passe a contemplar objetivamente o valor atribuído às possibilidades de renovação e/ou inclusão de novas concessões ao portfólio de negócios da Companhia.

III. Conclusão

63. Por todo o acima exposto, propomos a manutenção da decisão da SRE, manifestada por meio do Ofício nº 26/2016/CVM/SRE/GER-1 e o encaminhamento do presente recurso ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03, tendo esta SRE/GER-1 como relatora.

64. Dessa forma, mantendo-se o entendimento exposto por meio do referido Ofício, *“o Laudo de Avaliação deverá sofrer as modificações necessárias, de modo que o valor da Companhia, calculado por meio daquele documento, passe a refletir a estratégia de negócio atual da Companhia, que engloba a permanência no mercado brasileiro e a adição de novas concessões ao seu portfólio”*, sendo que tais modificações deverão incluir cálculo objetivo do valor a ser atribuído às possibilidades de renovação e/ou inclusão de novas concessões ao portfólio de negócios da Companhia.

[1] O Laudo de Avaliação e o Material de Apoio, documentos diversas vezes citados na presente seção, encontram-se apensados ao documento 0077584 do presente Processo.

[2] Apensados ao documento 0077584 do presente Processo.

[3] Apensados ao documento 0077584 do presente Processo.

[4] OPA de Redentor Energia S.A de 2012, OPA de Redentor Energia S.A. de 2015, OPA de Ampla S.A. de 2011, OPA de Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. de 2009 e OPA de CTEEP - Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista.

[5] Documentos 0080552, 0080555, 0080556, 0080557 e 0080558 do presente Processo.

[6] Bank of America Merrill Lynch, Bradesco CCTVM S.A., Brasil Plural CCTVM, Banco de Investimento Credit Suisse S.A., Itaú Corretora de Valores S.A., Banco Santander (Brasil) S.A., Votorantim Corretora, HSBC Bank Brasil S.A., Lopes Filho & Associados Ltda., Magliano CCVM S.A., Planner Corretora, Safra Corretora, BB-BI S.A., UBS Brasil CCTVM S.A., Barclays Bank PLC, Banco BTG Pactual S.A. e Banco JP Morgan S.A.

[7] Bradesco CCTVM S.A., Brasil Plural CCTVM, Votorantim Corretora, HSBC Bank Brasil S.A., Magliano CCVM S.A., Planner Corretora, Safra Corretora, BB-BI S.A. e Banco BTG Pactual S.A.

[8] Bank of America Merrill Lynch, Bradesco CCTVM S.A., Itaú Corretora de Valores S.A., Banco Santander (Brasil) S.A., HSBC Bank Brasil S.A., Lopes Filho & Associados Ltda., Planner Corretora, UBS Brasil CCTVM S.A., Barclays Bank PLC e Banco BTG Pactual S.A.

[9] Documentos 0080552, 0080555 e 0080558 do presente Processo.

Atenciosamente,

DIOGO LUÍS GARCIA

RAUL DE CAMPOS

CORDEIRO

Analista GER-1

Gerente de

Registros-1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

Atenciosamente,

DOV RAWET

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários



Documento assinado eletronicamente por **Diogo Luis Garcia, Analista**, em 25/02/2016, às 17:14, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 25/02/2016, às 17:15, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 25/02/2016, às 17:21, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0081077** e o código CRC **449BEEBC**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0081077 and the "Código CRC" 449BEEBC.

Referência: Processo nº 19957.001060/2016-44

Documento SEI nº 0081077

Criado por [dlgarcia](#), versão 20 por [rcordeiro](#) em 25/02/2016 17:00:25.