



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 - www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO Nº 19957.001060/2016-44

Reg. Col. nº 0132/16

Interessado: Arteris S.A.

Assunto: Recurso contra decisão da SRE – OPA para conversão de registro de emissor de categoria A para B de Arteris S.A. – PROC. SEI 19957.001060/2016-44.

Relator: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE

Declaração de voto

1. Na última versão do laudo, o Avaliador, segundo a SRE (item 28), “*leva em consideração as possibilidades de a companhia renovar a concessão 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*”.

2. De fato, o Avaliador, ao ser questionado quanto à ausência de avaliação das eventuais e possíveis novas concessões, manifestou seu entendimento de que “*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*”, justificando esse entendimento, basicamente, na imprevisibilidade de “*sucesso da Arteris em eventuais novos leilões*” e na imprevisibilidade das características desses possíveis novos contratos e de várias circunstâncias que transitariam no seu entorno (taxa de retorno, prazo, investimentos necessários, fonte de financiamento, etc.).

3. A SRE discordou dessas justificativas, concluindo que “*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’ (item 30).*”

4. Acrescentou ainda, a SRE, que a estratégia de negócios da companhia seria incompatível com a ausência de valor para os possíveis novos contratos, bem como que a letra “a” do inciso XIX do anexo III da ICVM 361 determinaria, em norma específica sobre o



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 - www.cvm.gov.br

critério do fluxo de caixa descontado, que fossem realizados cálculos para determinação do valor da companhia considerando projeções.

5. Conclui, então, a relatoria, pela manutenção do entendimento de que 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 e renovação e/ou inclusão de novas concessões ao portfólio de negócios da Companhia”*.

6. Inicialmente, cumpre salientar que o entendimento da SRE, quanto à probabilidade de que a Arteris venha a celebrar novos contratos, parece ser bastante lógico e razoável, uma vez que se trata de companhia com relevante portfólio de concessões rodoviárias, razão pela qual, considerando sua expertise na área, seria quase que natural a obtenção de novas concessões. Ademais, trata-se de companhia com prazo de duração indeterminado e com atuação consistente no mercado, de forma que seria surpreendente a não obtenção de nenhuma nova concessão nos próximos anos.

7. Ocorre que o Avaliador fixou seu entendimento de que essas potencialidades envolveriam imprevisibilidade de alto grau, do que decorreria a impossibilidade de atribuir um valor correspondente a essa circunstância. Em síntese, adotou o Avaliador a premissa de que a possibilidade de celebração de eventuais novos contratos não agregaria qualquer valor à companhia.

8. Nesse contexto, apesar de considerar o entendimento da SRE bem mais razoável do que o do Avaliador, receio que estejamos ingressando na pantanosa área da reapreciação do mérito do laudo de avaliação¹.

9. Diante da premissa de que determinada circunstância não agregaria valor para a companhia, entendo ser despropositada a exigência de realização de “cálculo objetivo” para

¹ Apesar de não tratar do tema em questão, o Parecer de Orientação CVM nº 01/78 indica que a CVM não deve ingressar no mérito das avaliações, como de verifica no seguinte trecho:

“Por último, como nenhum órgão regulador do mercado de valores mobiliários deve arvorar-se em avaliador de preços de mercado, não será intenção da CVM pretender entrar no mérito do preço de emissão de ações, interferindo, deste modo, no mercado. O que a CVM exigirá, no entanto, é que o preço de emissão das novas ações seja sempre justificado, de maneira clara e precisa, por ocasião da assembleia geral que deliberar sobre a autorização do aumento de capital. Se atribuída à fixação de tal preço ao conselho de administração da companhia, a justificativa do preço deverá constar, igualmente clara e precisa, do parecer que vier a ser expedido pelo Conselho”.



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 - www.cvm.gov.br

demonstrar a ausência de valor, uma vez que a questão envolveria premissa que fulminaria, em etapa preliminar, a possibilidade de qualquer cálculo.

10. Ao considerar que certa circunstância não está apta a influir no valor de uma companhia, o avaliador deve apenas apresentar dados, justificativas e informações que embasem essa premissa, não sendo muitas vezes possível a realização de cálculo objetivo para demonstrar a ausência de valor.

11. Importante observar que, nos termos do inciso II do anexo III da ICVM 361/02², o laudo de avaliação deverá refletir a opinião do avaliador. Não poderia a CVM, portanto, via de regra, obrigar o avaliador a alterar uma premissa adotada para realização do laudo, desde que essa premissa fosse fundamentada em dados consistentes e informações “completas, precisas, atuais, claras e objetivas” (inciso I do anexo III da ICVM 361/02).

12. Assim, como o a Avaliador afirmou reiteradamente que não atribuiria qualquer valor à possibilidade de novos contratos ou renovações dos existentes, constata-se ser esse seu entendimento.

13. Importante atentar que, pelo sistema da Lei nº 6.404/76 (arts. 4º e 4º-A)³, os minoritários possuem o direito de requerer um segundo laudo de avaliação, bastando, para

² ANEXO III - DISPOSIÇÕES PRELIMINARES

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.

³ Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. (...)

§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.

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



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 - www.cvm.gov.br

tanto, que eles apresentem fundamentos e elementos de convicção que demonstrem falha ou imprecisão no laudo anterior.

14. Assim, a realização de novo laudo a pedido dos minoritários seria a forma legal de rever questões de mérito equivocadas do laudo de avaliação. A CVM, por sua vez, apenas verificaria o cumprimento das formalidades legais e regulatórias, não me parecendo adequado o ingresso em questões de mérito.

15. Em situações muito excepcionais, em que o Avaliador adota premissa ou critérios manifestamente equivocados, desprovidos de lógica ou razão, até entendo que a CVM poderia avançar para exigir reapreciação de questões de mérito, mas esse poder deve ser utilizado com o máximo de cuidado e parcimônia.

16. No caso, apesar de considerar que a posição da SRE seria mais adequada do que a do Avaliador, entendo que a premissa da ausência de valor para as possíveis novas concessões do laudo não pode ser considerada totalmente ilógica ou inconsistente, uma vez que o Avaliador apresentou justificativas (que entendo não absurdas) para embasar seu entendimento.

17. O laudo de avaliação, contudo, não apreciou essa questão com base em informações “completas, precisas, atuais, claras e objetivas” (inciso I do anexo III da ICVM 361), nem contemplou dados necessários para embasar a conclusão (inciso XIV, “a”, do anexo III da ICVM 361)⁴, o que recomenda aprimoramentos, até mesmo para fornecer maiores elementos de análise aos minoritários, de modo a permitir a avaliação da necessidade de requerimento de novo laudo.

18. Desta forma, embora discorde quanto à necessidade de realização de “cálculo objetivo” do valor a ser atribuído às possibilidades de renovações ou celebração de novos contratos, entendo que seriam necessárias modificações no laudo para que fosse demonstrada, com base em dados pertinentes e em informações “completas, precisas, atuais, claras e objetivas”, a ausência de valor relacionado à possibilidade desses possíveis novos contratos.

⁴ 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;



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 - www.cvm.gov.br

19. Do exposto, com as ressalvas apresentadas, concordo com a conclusão da área técnica quanto à necessidade de realização de modificações e aprimoramentos no laudo de avaliação.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 01 de março de 2016.

Gustavo Tavares Borba
Diretor