



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 60/2017-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 16 de novembro de 2017.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

**Assunto: Interposição de recurso contra decisão da SRE - OPA por aumento de participação de Investco S.A. - Processo CVM nº 19957.008790/2017-57**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de expediente protocolado na CVM em 03/11/2017 (documento 0373869), por Lajeado Energia S.A. (“Recorrente” ou “Ofertante”), controladora de Investco S.A. (“Companhia” ou “Investco”), com interposição de recurso contra decisão desta Superintendência (“Recurso”), no âmbito do pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação (em ações PNA) da Companhia (“OPA” ou “Oferta”).
2. A propósito, o recurso supramencionado foi interposto contra o indeferimento do pleito de tratamento sigiloso do Laudo de Avaliação da Companhia (“Laudo”), no âmbito de sua OPA, conforme comunicado por esta área técnica por meio do Ofício nº 354/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento 0377616), datado de 18/10/2017.
3. De forma a contextualizar o pedido de registro da Oferta, apresentaremos, anteriormente às Alegações da Recorrente e às Nossas considerações, a Seção “I. Histórico da OPA de Investco S.A.”

### **I. Histórico da OPA de Investco S.A.**

4. A necessidade de realização da OPA por aumento de participação de Investco S.A. foi comunicada pela SRE em 11/02/2011, por meio do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 196/2011, após reclamação de acionistas titulares de ações em circulação de sua emissão, conforme documentos protocolados na CVM em 24/4/2009, 26/11/2009, 14/12/2009 e 15/1/2010, todos constantes do Processo CVM Nº RJ-2009-3647.
5. Não obstante, em 09/03/2011, a controladora indireta da Companhia interpôs recurso contra o entendimento da SRE, que encaminhou, em 09/05/2011, o Memorando nº 71/2011/CVM/SRE/GER-1 para o SGE, mantendo o entendimento da área técnica e solicitando que o mesmo fosse submetido ao Colegiado da CVM para escolha de relator.

6. Em 02/08/2016, o Colegiado da CVM, seguindo o voto do Diretor Relator Henrique Machado, deliberou pela necessidade de realização de OPA por aumento de participação relativamente às ações de emissão da Companhia da classe PNA e que a Lajeado Energia S.A. deveria ser a responsável por realizar tal oferta.
7. Em 01/09/2016, encaminhamos o Ofício nº 303/2016/CVM/SRE/GER-1, solicitando que a Ofertante protocolasse a documentação pertinente para a realização da OPA da Companhia em até 60 dias a contar da data daquele Ofício.
8. Em 04/11/2016, a Recorrente protocolou pedido de reconsideração da decisão do Colegiado da CVM supra.
9. Em 11/11/2016, encaminhamos o referido pedido de reconsideração, por meio do Memorando nº 105/2016-CVM/SRE/GER-1, para o Diretor Henrique Machado, sugerindo a manutenção da Decisão do Colegiado da CVM de 02/08/2016.
10. Em 11/07/2017, o pedido de reconsideração foi apreciado pelo Colegiado da CVM, que manteve sua Decisão.
11. Em 24/08/2017, encaminhamos o Ofício nº 249/2017/CVM/SRE/GER-1 à Recorrente, solicitando o protocolo da documentação prevista na regulamentação aplicável para o registro da OPA no prazo de 30 dias a contar da data daquele Ofício.
12. Em 25/09/2017, a Recorrente solicitou prorrogação do prazo para atendimento ao Ofício supra, o qual foi então prorrogado para até 10/10/2017, conforme comunicado por meio do Ofício nº 317/2017/CVM/SRE/GER-1, datado de 26/09/2017.
13. Em 10/10/2017, a Recorrente protocolou carta encaminhando documentos e informações com vistas à obtenção do registro da OPA por aumento de participação de Investco com a adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361, consistindo em dispensa: (a) da publicação do instrumento de OPA, sob forma de edital, em jornal de grande circulação, conforme prevista no art. 11 da Instrução CVM 361; (b) da contratação de instituição intermediária, conforme prevê o art. 7º da Instrução CVM 361; e (c) da realização de leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, conforme previsto no inciso VII do art. 4º e no art. 12 da Instrução CVM 361.
14. Não obstante, o Laudo de Avaliação da Companhia, elaborado pela Apsis Consultoria Empresarial Ltda., foi encaminhado em envelope lacrado ao Presidente, solicitando o seu tratamento sigiloso, nos termos do art. 9º-A da Instrução CVM 361, *“em razão do nível detalhamento das informações no laudo de avaliação, especialmente projeções que não foram elaboradas pela Ofertante”*.
15. Em 18/10/2017, encaminhamos o Ofício nº 354/2017/CVM/SRE/GER-1, comunicando o indeferimento do pleito de sigilo, *“tendo em vista que a disponibilização ao público do laudo de avaliação é requisito fundamental para permitir ‘a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los [os destinatários da OPA] dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA.”*
16. Apesar do indeferimento do pleito de sigilo, o Laudo de Avaliação da Companhia é mantido por esta área técnica, até que haja uma decisão final pelo Colegiado da CVM, com acesso restrito, de modo a não haver prejuízos aos regulados em caso de reforma da Decisão da SRE.
17. Posteriormente, verificamos que a documentação que instruiu o pedido de registro da OPA da Companhia não atendia às condições necessárias quanto ao procedimento diferenciado previsto no art. 34 da Instrução CVM 361, pois somente encaminhava petição com alguns fundamentos para se pleitear a dispensa de procedimentos, deixando de ser encaminhado o Instrumento de OPA sob a forma de Edital, bem como documentação com a proposição dos procedimentos alternativos que seriam adotados em substituição àqueles ordinariamente previstos na regulamentação aplicável.
18. Desse modo, encaminhamos o Ofício nº 373/2017/CVM/SRE/GER-1, em 27/10/2017, à Ofertante, solicitando que todas as inconsistências verificadas no pedido de registro de OPA da Companhia fossem sanadas e que fosse encaminhada a documentação prevista pelo Anexo I da Instrução CVM 361, naquilo

que coubesse, até 13/11/2017, para que pudéssemos então nos manifestar sobre o pleito em questão.

## **II. Alegações Do Recorrente**

19.O Recorrente fundamenta a presente interposição de recurso na forma transcrita abaixo, com os grifos originais:

*“1. A d. SRE utiliza com razão de decidir o argumento de que “o laudo de avaliação é elemento essencial para a tomada de decisão quanto à aderência dos acionistas objeto à OPA, e sua disponibilização é fundamental para que tais acionistas possam vir a solicitar nova avaliação da companhia, a qual deve se basear, nos termos do inciso I do art. 24 da Instrução CVM 361, em ‘elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado’.”.*

*2. A Recorrente, ao requerer o tratamento sigiloso do laudo de avaliação, assim justificou seu pedido “Em razão do nível de detalhamento das informações no laudo de avaliação, especialmente projeções que não foram elaboradas pela Ofertante, a Requerente requer, nos termos do Art. 9º-A da Instrução CVM 361, que seja dado tratamento sigiloso ao laudo de avaliação, pois entende que a sua divulgação pública pode acarretar prejuízos à Ofertante”.*

*3. Além do fundamento expresso do pedido de tratamento sigiloso acima transcrito, há outros elementos que dão respaldo ao pleito da Recorrente, os quais serão demonstrados a seguir.*

*4. Primeiramente, cabe ressaltar o contexto em que se dá a obrigatoriedade de realização de OPA por aumento de participação em ações PNA, o que confere à oferta características muito peculiares. Com efeito, a OPA será dirigida a apenas dois acionistas, que são os únicos detentores de ações PNA que não são qualificados como pessoas vinculadas ao controlador. Além disso, as ações objeto da OPA (8.075.542 ações PNA) representam 1,0268% do capital social da Investco. Essa combinação de baixa representatividade das ações objeto da OPA com a concentração da oferta em apenas dois acionistas indica que não se tem no presente caso uma OPA com as características que lhe conferem a natureza de uma oferta pública, mas, sim, contornos de uma oferta privada. Mas não é só.*

*5. A Investco tem o registro de companhia aberta há cerca de 17 anos e em todo esse período teve apenas uma emissão de debêntures distribuída ao público. As ações da Companhia, como já informado pela BM&FBovespa nos autos do processo que determinou, de ofício por essa d. CVM, a realização da OPA, **nunca** foram negociadas no mercado de bolsa ou de balcão organizado. Ou seja, trata-se um ativo **sem** qualquer liquidez.*

*6. De fato, a OPA das ações PNA não reúne as características de uma oferta pública, já que sua abrangência é limitadíssima – apenas dois acionistas são destinatários da oferta, não há qualquer impacto no mercado, já que a Investco nunca teve ações registradas para negociação em mercado de bolsa ou de balcão organizado, os acionistas alvo da oferta não são investidores típicos de mercado, pois são dois dos maiores operadores do serviço público de energia do País e são acionistas da Investco há mais de 15 anos.*

*7. Não obstante o pedido de tratamento sigiloso para o laudo de avaliação, na minuta de carta de oferta juntada ao pedido de registro da OPA a Recorrente se compromete a dar aos acionistas objeto da oferta acesso ao laudo, como se vê na transcrição do item 2.4 da carta de oferta: “2.4. Laudo de Avaliação. O laudo de avaliação do valor econômico das Ações PNA da Investco foi elaborado pela APSIS Consultoria Empresarial Ltda., com data-base de avaliação em 30 de junho de 2017. A Ofertante esclarece que foi deferido pela CVM pedido de que fosse dado tratamento sigiloso ao laudo de avaliação, pelo que, caso V. Sas. desejem ter acesso a ele, deverão solicitar, mediante compromisso de confidencialidade, uma cópia do laudo à Ofertante.”.*

*8. Portanto, a Recorrente não se escusa de dar aos acionistas acesso ao laudo de avaliação caso estes entendam ser necessário para a sua tomada de decisão. Apenas deseja, caso os acionistas*

solicitem o laudo, que o façam sob o compromisso de confidencialidade, pois o laudo de avaliação em questão só tem interesse para os 2 (dois) acionistas destinatários da oferta, pois, repita-se, a Investco não tem ações negociadas em bolsa ou em mercado de balcão organizado.

9. O procedimento diferenciado deferido à Recorrente é consentâneo com as características da oferta determinada por essa d. Comissão. Dispõe o Art. 34 da Instrução CVM 361:

*"Art. 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso.*

*§ 1º São exemplos das situações excepcionais referidas no caput aquelas decorrentes:*

*I - de a companhia possuir concentração extraordinária de suas ações, ou da dificuldade de identificação ou localização de um número significativo de acionistas;*

*II - da pequena quantidade de ações a ser adquirida frente ao número de ações em circulação, ou do valor total, do objetivo ou do impacto da oferta para o mercado;*

*III - da modalidade de registro de companhia aberta, conforme definido em regulamentação própria;*

*IV - de tratar-se de operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo, ou com atividades paralisadas ou interrompidas; e*

*V - de tratar-se de operação envolvendo oferta simultânea em mercados não fiscalizados pela CVM."*

10. Consoante o disposto nos incisos I e II do Art. 34 acima transcritos, o pedido de tratamento sigiloso ao laudo de avaliação se justifica plenamente, já que (i) há concentração extraordinária, quase absoluta, das ações objeto da OPA, (ii) o impacto da oferta para o mercado é quase inexistente (além da Investco não ter qualquer valor mobiliário em circulação no mercado, a oferta representa cerca de 1% do PL da companhia), (iii) a quantidade de ações objeto da oferta é de enorme irrelevância vis-à-vis a quantidade total de ações de emissão da Investco e (iv) a Recorrente não se furta a apresentar aos dois acionistas destinatários da OPA o laudo de avaliação, se por estes solicitado, desde que firmem termo de confidencialidade, o que não representaria qualquer prejuízo para os acionistas destinatários da oferta, pois eles teriam possibilidade de eventualmente questionar a Recorrente em relação a eventuais dúvidas suscitadas pelo laudo de avaliação.

11. Além disso, a Investco é uma companhia que detém praticamente um único ativo – o contrato de arrendamento da UHE Lajeado, além de uma parcela de 1% (um por cento) da energia produzida pela UHE Lajeado, o que torna a apuração do seu valor econômico, que foi o eleito pela Recorrente para a OPA, extremamente simples.

12. Em face das características da presente OPA e dos precedentes dessa CVM no julgamento de ofertas conduzidas com procedimento diferenciado, é de se concluir que o pedido de tratamento sigiloso ao laudo de avaliação é perfeitamente plausível e deveria ser deferido, pois não representaria qualquer prejuízo aos únicos dois acionistas destinatários da OPA, que poderão ter acesso ao laudo se julgarem necessário.

13. Vale ressaltar, ainda, que nos Processos CVM RJ-2007-14928 e CVM RJ-2007-9773, essa Comissão deferiu a dispensa de apresentação de laudo de avaliação em casos similares ao presente. Isso demonstra que essa d. CVM tem sido sábia em distinguir as situações excepcionais que autorizam a dispensa de requisitos da Instrução CVM nº 361 para a condução de OPA, inclusive o de apresentação de laudo de avaliação.

14. Por todo o exposto, requer a Recorrente que esse d. Colegiado julgue procedente este Recurso, para deferir o tratamento sigiloso do laudo de avaliação, facultado o acesso aos dois acionistas destinatários da OPA, posto que são os únicos interessados no eventual exame do laudo, pois assim

*fazendo dará tratamento condizente com as características da oferta em apreço.*

### **III. Nossas Considera es**

20. Preliminarmente, cabe ressaltar que o pleito em tela segue o procedimento previsto pela Delibera o CVM n  463/03 (“Delibera o CVM 463”), cujos principais itens transcrevemos abaixo, tendo sido realizado tempestivamente:

*“I - Das decisões proferidas pelos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários - CVM caberá recurso para o Colegiado no prazo de 15 (quinze) dias, contados da sua ciência pelo interessado.*

*II - O recurso será oferecido em peti o escrita e fundamentada, desde logo acompanhada dos documentos em que eventualmente se basear a argumenta o do recorrente, sendo dirigido ao Superintendente que houver proferido a decisão impugnada.*

*III - Dentro do prazo de 10 (dez) dias úteis, contados do recebimento do recurso, caberá ao Superintendente que houver proferido a decisão recorrida reform -la ou mantê-la, em despacho fundamentado, encaminhando, na segunda hipótese, o processo ao Colegiado, através do Superintendente-Geral, ainda que tenha entendido o recurso intempestivo ou incabível.”*

21. Os procedimentos a serem observados pelos entes públicos, com o fim de garantir o acesso a informa es, foram regulados por meio da Lei n  12.527/11 (“Lei do Acesso”).

22. Tal Lei dispõe sobre diretrizes a serem observadas pela administra o pública e, entre tais diretrizes, destaca-se a necessidade de observância da publicidade como preceito geral e do sigilo como exce o, conforme dispõe o inciso I do art. 3  da referida Lei.

23. A informa o sigilosa   definida no inciso III do art. 4  da Lei do Acesso, como “*aquela submetida temporariamente   restri o de acesso público em razão de sua imprescindibilidade para a segurança da sociedade e do Estado;*

24. Ainda, a Lei do Acesso descreve possibilidades para que determinadas informa es de posse do setor público sejam classificadas:

*Art. 23. São consideradas imprescindíveis   segurança da sociedade ou do Estado e, portanto, passíveis de classifica o as informa es cuja divulga o ou acesso irrestrito possam:*

*I - pôr em risco a defesa e a soberania nacionais ou a integridade do território nacional;*

*II - prejudicar ou pôr em risco a condu o de negocia es ou as rela es internacionais do País, ou as que tenham sido fornecidas em caráter sigiloso por outros Estados e organismos internacionais;*

*III - pôr em risco a vida, a segurança ou a saúde da popula o;*

*IV - oferecer elevado risco   estabilidade financeira, econ mica ou monetária do País;*

*V - prejudicar ou causar risco a planos ou opera es estratégicos das Forças Armadas;*

*VI - prejudicar ou causar risco a projetos de pesquisa e desenvolvimento científico ou tecnológico, assim como a sistemas, bens, instala es ou áreas de interesse estratégico nacional;*

*VII - pôr em risco a segurança de institui es ou de altas autoridades nacionais ou estrangeiras e seus familiares; ou*

*VIII - comprometer atividades de inteligência, bem como de investiga o ou fiscaliza o em andamento, relacionadas com a preven o ou repressão de infra es.*

25. Posteriormente, foi editado o Decreto n  7.724/12 (“Decreto 7.724”), regulamentando a Lei do

Acesso.

26. No âmbito do Decreto 7.724, foi incluída uma exceção à sua observância, nos termos do § 2º de seu art. 5º, nos seguintes termos:

*Art. 5º § 2º “Não se sujeitam ao disposto neste Decreto as informações relativas à atividade empresarial de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado obtidas pelo Banco Central do Brasil, pelas agências reguladoras ou por outros órgãos ou entidades no exercício de atividade de controle, regulação e supervisão da atividade econômica cuja divulgação possa representar vantagem competitiva a outros agentes econômicos”.*

27. Destaque-se que é com base no requisito legal supra que em determinadas ocasiões esta área técnica confere tratamento sigiloso a documentação necessária à análise de processos, mas que são sensíveis à estratégia empresarial e que contém cláusulas de confidencialidade entre partes privadas, como por exemplo: contratos de fornecimento de produtos, contratos de compra de ações e sentenças arbitrais.

28. O Decreto 7.724 estabelece, ainda, situações na qual a Lei do Acesso não se aplica, nos termos abaixo:

*“Art. 6º O acesso à informação disciplinado neste Decreto não se aplica:*

*I - às hipóteses de sigilo previstas na legislação, como fiscal, bancário, de operações e serviços no mercado de capitais, comercial, profissional, industrial e segredo de justiça; e*

*II - às informações referentes a projetos de pesquisa e desenvolvimento científicos ou tecnológicos cujo sigilo seja imprescindível à segurança da sociedade e do Estado, na forma do §1º do art. 7º da Lei no 12.527, de 2011.”*

29. No campo normativo, a Instrução CVM 361, em seu artigo 9º-A, prevê a possibilidade de solicitação de tratamento sigiloso de determinadas informações, conforme abaixo:

*“Art. 9º-A O ofertante pode solicitar que a CVM trate com sigilo informações ou documentos fornecidos para fins do registro da OPA, apresentando as razões pelas quais a revelação ao público de tais informações ou documentos colocará em risco legítimo interesse do emissor, do ofertante ou de terceiros.*

*Parágrafo único. As informações sigilosas devem ser enviadas em envelope lacrado, endereçado à Presidência da CVM, no qual conste a palavra ‘confidencial’.”*

30. Vale ressaltar que o artigo supra foi incluído na Instrução CVM 361 por meio da edição da Instrução CVM nº 487/10, anteriormente, portanto, da decretação da Lei do Acesso.

31. No caso concreto, a Recorrente alega, resumidamente, que: (i) a OPA da Companhia é destinada a apenas 2 acionistas objeto, tendo contornos, portanto, de oferta privada; (ii) a Companhia possui concentração extraordinária de suas ações; (iii) o impacto da oferta para o mercado é pequeno; e (iv) as ações de emissão de Investco nunca foram negociadas em mercado de bolsa ou de balcão organizado.

32. Desse modo, em observância ao art. 34 da Instrução CVM 361, a Recorrente alega que o tratamento sigiloso ao Laudo de Avaliação da Companhia seria cabível.

33. A Recorrente esclarece ainda que, caso o pedido de tratamento sigiloso ao Laudo de Avaliação seja deferido, os 2 acionistas objeto da OPA poderiam solicitar uma cópia de tal documento, mediante compromisso de confidencialidade.

34. Finalmente, a Recorrente alega que o tratamento sigiloso do Laudo se faz necessário “*Em razão do nível detalhamento das informações no laudo de avaliação, especialmente projeções que não foram elaboradas pela Ofertante*”, além de apresentar dois precedentes (Processos CVM RJ-2007-14928 e CVM RJ-2007-9773) que corroborariam a possibilidade de atendimento do seu pleito.

35. A necessidade de se dar publicidade ao Laudo de Avaliação que instrui um pedido de registro de OPA está bem definido pela Instrução CVM 361, conforme se depreende dos trechos abaixo transcritos:

*Art. 8º § 5º O laudo de avaliação será encaminhado à CVM e também ao seu endereço*

*eletrônico, no formato específico indicado pela CVM, **ficando disponível a eventuais interessados**, no mínimo, na CVM, na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão da OPA, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto, bem como acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da CVM e da companhia objeto, se esta última o possuir.*

Anexo II – O Instrumento da OPA conterá: n) **a informação de que o laudo de avaliação, quando for o caso, e o edital se encontram disponíveis a eventuais interessados**, no mínimo, na CVM, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto e na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva realizar-se o leilão, bem como acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da CVM e da companhia objeto, se esta última o possuir;

Anexo III – Disposições Preliminares -IV – O texto do laudo de avaliação deve ser apresentado em português, em linguagem acessível e de fácil compreensão, **que permita aos acionistas e ao público em geral formarem um juízo fundamentado sobre a oferta e sobre o valor das ações da companhia avaliada**. As expressões em língua estrangeira devem ser obrigatoriamente traduzidas no Glossário. (grifos nossos)

36. Do disposto acima, nota-se que o Laudo de Avaliação de uma companhia, no âmbito da realização de uma OPA, deve ficar disponível não só aos seus acionistas, que inclusive podem se alterar da divulgação da OPA ao mercado até a efetiva aquisição das ações, mas sobretudo ao público em geral, dada a relevância de tal operação na vida social de uma companhia aberta.

37. Mesmo os acionistas da Companhia, que no caso concreto são apenas 2, deveriam, por exemplo, ter a liberdade de disponibilizar o laudo a eventuais assessores financeiros ou outras pessoas que possam os ajudar a avaliar a conveniência de se aderir ou não à OPA.

38. Cabe mencionar que informações sobre projeções de companhias abertas são comumente disponibilizadas ao mercado por meio dos relatórios de “sell side”, informações essas que jamais foram, e nem poderiam ser, consideradas sigilosas pelos controladores das companhias avaliadas.

39. Ademais, a julgar pelo pleito da Ofertante, as informações contidas no Laudo seriam sensíveis ao mercado e, nesse sentido, caso fossem dirigidas somente aos acionistas destinatários da OPA, poderíamos estar permitindo, eventualmente, o uso por parte destes de informações privilegiadas.

40. Outra razão que demonstra a importância da disponibilização irrestrita do Laudo de Avaliação é a hipótese de revisão do preço da OPA, por meio da qual acionistas titulares de ações em circulação podem solicitar convocação de assembleia especial da companhia objeto de OPA para cancelamento de registro ou por aumento de participação, com base em elementos de convicção que demonstrem falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo ser deliberada, nessa assembleia, a realização de nova avaliação da companhia, nos termos dos arts. 23 e 24 da Instrução CVM 361.

41. Somente pelo exposto até então, percebe-se que a publicidade do Laudo de Avaliação é algo relevante ao longo do procedimento de OPA, sendo inclusive crucial para que acionistas destinatários de OPA para cancelamento de registro e por aumento de participação possam buscar elementos de convicção para então solicitar nova avaliação da companhia objeto.

42. Há de se notar, ainda, a diferença existente no tratamento dado pela Instrução CVM 361 à publicidade do Laudo de Avaliação em comparação à relação nominal de acionistas da companhia objeto.

43. Nesse último caso, conforme se observa da alínea o) do Anexo II da Instrução CVM 361, a relação nominal de acionistas só pode ser disponibilizada a eventuais interessados mediante identificação e recibo, não havendo nenhum dispositivo na Instrução que demande sua publicidade irrestrita, ao contrário do que se verifica em relação ao Laudo de Avaliação.

44. Além das questões acima que demonstram a necessidade e a previsão normativa para que seja dada a

devida publicidade ao Laudo de Avaliação, o motivo alegado para que o referido documento no presente caso seja classificado como sigiloso, em nosso entendimento, não encontra amparo legal.

45. A Lei do Acesso é taxativa quanto aos requisitos para que determinadas informações sejam classificadas como sigilosas no setor público, sendo que a informação, para que sofra tal classificação, deve ser imprescindível à segurança da sociedade ou do Estado, o que inexistente no presente caso.

46. Ademais, as hipóteses de inaplicabilidade da Lei do Acesso dizem respeito apenas ao sigilo legal, o que também não é o caso para as “*projeções que não foram elaboradas pela Ofertante*”, sendo que tais projeções, inclusive, são inerentes e fundamentais para qualquer Laudo de Avaliação elaborado por empresa independente, em observância à Instrução CVM 361.

47. Já no que tange à hipótese de inobservância da Lei do Acesso, somente seria cabível quanto à “*informações relativas à atividade empresarial cuja divulgação possa representar vantagem competitiva a outros agentes econômicos*”, o que também não parece ser o caso, dado que as informações divulgadas no Laudo de Avaliação da Companhia baseiam-se em suas demonstrações financeiras auditadas e publicadas, bem como em informações gerenciais fornecidas pela administração da Companhia, não fugindo do procedimento padrão e exigível de qualquer Laudo de Avaliação utilizado para fins de OPA.

48. A Recorrente, elenca, ainda, dois precedentes que ratificariam seu pleito, são eles:

- Pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações e emissão de Geodex Communications S.A. com adoção de procedimento diferenciado - Decisão de 26/02/2008- Processo CVM RJ-14928-2007; e
- Pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle de emissão de Calçados Azaléia S.A. Decisão de 13/11/2007 – Processo CVM RJ-2007-9773.

49. No precedente de OPA de Geodex Communications S.A., foi solicitada, no tocante ao Laudo de Avaliação, a dispensa de “*utilização do critério do preço médio ponderado de cotação das ações da Geodex em sua avaliação; e (iv) utilização do critério do valor econômico por ação da Geodex em sua avaliação.*”, sendo deliberado da seguinte forma:

*“Trata-se de requerimento da Bardot Empreendimentos e Participações S.A. (Ofertante) de adoção de procedimento diferenciado no âmbito da oferta pública de aquisição de ações, para cancelamento de registro de companhia aberta de Geodex Communications S.A., nos termos do § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76 e do art. 34 da Instrução 361/02.*

*Especificamente, a Ofertante solicita as seguintes dispensas: (i) leilão em bolsa de valores; (ii) elaboração e publicação de edital de oferta pública; (iii) utilização do critério do preço médio ponderado de cotação das ações da Geodex em sua avaliação; e (iv) utilização do critério do valor econômico por ação da Geodex em sua avaliação.*

*O Colegiado, levando em conta que a presente OPA conta com instituição intermediária e com pequena quantidade de acionistas minoritários, cujos cadastros estão atualizados na Companhia, e, ainda, tendo em vista os diversos precedentes já autorizados pelo Colegiado, deliberou conceder as dispensas pleiteadas, nos termos do exposto no Memo/SRE/GER-1/51/08. O Colegiado esclareceu que, no caso, as dispensas relativas ao laudo de avaliação se justificam principalmente pelo fato de o único ativo da companhia ser seu caixa.”*

50. Assim, a OPA de Geodex Communications S.A. foi realizada com os procedimentos diferenciados deliberados pelo Colegiado da CVM, com as dispensas deferidas, **mas contando com a divulgação de seu Laudo de Avaliação em todos os meios exigíveis pela Instrução CVM 361.**

51. No segundo precedente, de OPA por alienação de controle de Calçados Azaléia S.A., foi solicitada, entre outras, a dispensa de apresentação de Laudo de Avaliação, que foi deliberada da seguinte forma:

*“Trata-se de requerimento da Vulcabras do Nordeste S.A. (Ofertante) da adoção de procedimento diferenciado no âmbito da oferta pública de aquisição de ações, por alienação de controle, de Calçados Azaléia S.A., nos termos do art. 34 da Instrução 361/02.*



*Especificamente, a Ofertante solicita as seguintes dispensas: (i) leilão em bolsa de valores; (ii) contratação de instituição intermediária; e (iii) elaboração de laudo de avaliação da Companhia.*

*Pelos argumentos apresentados no Memo/SRE/GER-1/354/07, o Colegiado deliberou conceder as dispensas solicitadas, desde que (i) as exigências constantes do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 2034/07, de 01.11.07, sejam devidamente atendidas; (ii) seja estendido aos acionistas minoritários o mesmo tratamento dado ao antigo controlador, conforme disposto na cláusula segunda do contrato de compra e venda de ações de emissão de Pilar Empreendimentos Imobiliários S.A. (sociedade que detinha 99,16% das ações com direito a voto da Calçados Azaléia S.A.), inclusive quanto à emissão, também para os acionistas minoritários que optarem por receber preço parcelado, das notas promissórias mencionadas no item 2.2 do referido contrato.”*

52. Destaque-se que após a reforma da Instrução CVM 361, por meio da edição da Instrução CVM nº 487/10, deixou de ser necessária a apresentação de Laudo de Avaliação em pedidos de registro de OPA por alienação de controle, como era o caso de Calçados Azaléia S.A.

53. Como se vê, os precedentes elencados pela Requerente não trataram de pedido de tratamento sigiloso de Laudo de Avaliação ou de qualquer documentação daquelas ofertas, mas apenas de pedido de dispensa de requisitos, o que é algo bem diverso do presente Recurso.

54. A despeito de o presente caso não tratar de pleito de dispensa de apresentação do referido documento, apenas para fins de esclarecimento, cabe pontuar que, nos últimos casos em que o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente à dispensa do Laudo de Avaliação em OPA, entendeu que a referida dispensa seria cabível considerando fatores como os abaixo elencados, os quais não parecem estar presentes na OPA ora em análise:

(i) o preço ofertado tenha sido objeto de manifestação prévia favorável por parte relevante dos acionistas objeto da Oferta; ou

(ii) o preço ofertado tenha sido fruto de transação recente entre partes independentes; ou

(iii) caso uma das duas situações acima não pudessem ser verificadas, o Colegiado da CVM já deliberou favoravelmente à dispensa de elaboração de laudo de avaliação considerando, de forma isolada ou combinada, por exemplo:

a. que a companhia objeto da OPA possuía patrimônio líquido negativo há anos;

b. o preço ofertado era superior ao valor mais recente do patrimônio líquido;

c. dificuldade para se realizar uma avaliação da companhia objeto da OPA, pelo fato de a mesma estar com as atividades operacionais paralisadas;

d. o preço ofertado foi obtido por meio de critério previsto pelo § 4º do art. 4º da LSA (“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”); e

e. o custo de elaboração de um laudo de avaliação seria desproporcional ao valor da OPA.

55. De todo o exposto, entendemos não haver hipótese legal para que se classifique o Laudo de Avaliação da Companhia como sigiloso, pois as hipóteses para essa classificação da informação, constantes da Lei do Acesso, são taxativas e não se aplicam ao caso concreto.

56. Ademais, as hipóteses de inaplicabilidade ou inobservância da referida Lei também estão ausentes no presente caso.

57. Finalmente, a Instrução CVM 361 é explícita ao requerer que o Laudo de Avaliação de uma companhia aberta, no âmbito de uma OPA, deve ficar disponível publicamente a todos os possíveis interessados, de modo a permitir não só aos acionistas, como também ao público em geral, a formação de um juízo fundamentado sobre a oferta e sobre o valor das ações da companhia avaliada.

58. Desse modo, propomos a manutenção da decisão proferida pela SRE em 18/10/2017 e comunicada por meio do Ofício nº 354/2017/CVM/SRE/GER-1, a qual indeferiu o pedido de tratamento sigiloso ao Laudo de Avaliação da Investco S.A.

#### **IV. Conclusão**

59. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente recurso ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido ao Colegiado da CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM 463, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, sugerindo a manutenção da Decisão de indeferimento do pedido de tratamento sigiloso do Laudo de Avaliação no âmbito do pedido de registro de OPA por aumento de participação de Investco S.A., pois em nosso entendimento:

- (i) não há previsibilidade legal, nos termos da Lei nº 12.527/11 e do Decreto nº 7.724/12, para classificação do Laudo de Avaliação da Investco S.A. como “sigiloso”;
- (ii) o Laudo de Avaliação não se enquadra nas hipóteses de inaplicabilidade ou inobservância da Lei nº 12.527/11 ou do Decreto nº 7.724/12, que regulamenta a Lei, devendo ter seu acesso disponibilizado para o público; e
- (iii) a Instrução CVM 361 estabelece a necessidade de publicidade e disponibilização do Laudo de Avaliação aos acionistas e ao público em geral, de modo a permitir a formação de juízo fundamentado sobre a oferta e sobre o valor das ações da companhia avaliada.

Atenciosamente,

GUSTAVO LUCHESE UNFER  
Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO  
Gerente de Registros - 1

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

DOV RAWET  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS  
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Analista**, em 16/11/2017, às 11:24, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 16/11/2017, às 14:57, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

---



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 16/11/2017, às 16:18, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

---



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 16/11/2017, às 16:24, 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](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0390816** e o código CRC **BFB0F8DF**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0390816** and the "Código CRC" **BFB0F8DF**.*

---

---

**Referência:** Processo nº 19957.008790/2017-57

Documento SEI nº 0390816

---

Criado por [luchese](#), versão 9 por [luchese](#) em 16/11/2017 11:24:12.