

PROCESSO: CVM Nº RJ 2005/0225 (RC Nº 4691/2005)

INTERESSADO: Banco Itaú BBA S.A

ASSUNTO: Pedido de OPA com procedimento diferenciado

RELATORA: Diretora Norma Jonssen Parente

VOTO

EMENTA: Pedido de OPA com procedimento diferenciado para unificar 'OPA por aumento de participação' com 'OPA por alienação de controle'; e para dispensa de laudo de avaliação. Deferido os pedidos de unificação (compatibilidade de procedimentos e ausência de prejuízo aos acionistas⁽¹⁾) e de dispensa de laudo (preço ofertado é justo porque baseado em operação entre empresas não relacionadas ⁽²⁾).

RELATÓRIO

1. Trata-se de pedido formulado por Arcelor Spain Holding S.L. (Ofertante), por intermédio do Banco Itaú BBA S.A., para realização de OPA com procedimento diferenciado⁽³⁾ das ações ordinárias de emissão da Companhia Siderúrgica de Tubarão (CST), da qual a Arcelor adquiriu o controle após as seguintes operações:

- a. Aumento de participação, em 10 de dezembro de 2004, por aquisição de ações anteriormente detidas pela "Funssest" (Fundação de Seguridade Social dos Empregados da Companhia Siderúrgica de Tubarão), num total de 1.077.569.120 ações ordinárias de emissão da CST, representativas de 5,48% do capital votante e 2,11% do capital total da companhia, fazendo com que restassem no mercado, após essa aquisição, menos de 2/3 das ações ordinárias em circulação anteriormente⁽⁴⁾;
- b. E alienação de controle, em 17 de dezembro de 2004, por aquisição de 4.034.254.170 ações ordinárias da CST detidas pela CVRD, representativas de 20,51% do capital votante e 7,91% do capital total da companhia, levando a Arcelor a se tornar majoritária no capital votante da CST⁽⁵⁾, pois a CVRD já tinha vendido para a Arcelor, em 15 de setembro de 2004, direta e indiretamente, 896.045.672 ações ordinárias, representativas de 4,42% do capital votante, e 9.381.163.397 ações preferenciais da CST, representativas de 29,96% do capital sem direito de voto.

2. O procedimento diferenciado solicitado consistiria em: i) unificação das OPAs decorrentes das operações de aumento de participação e de alienação de controle; ii) e dispensa de apresentação de Laudo de Avaliação.

3. O fundamento do pedido de OPA unificada é de que os requisitos exigidos pelo §2º do art. 34 da Instrução para permitir a OPA única estariam atendidos, uma vez que:

- a. As operações que deram origem ao pedido de OPA ocorreram em datas muito próximas, e, portanto, seriam realizadas em período concomitante, e além disso visam ao mesmo público-alvo, havendo, desta maneira, a compatibilidade dos procedimentos de ambas as modalidades de OPA;
- b. e haveria ausência de prejuízo para os destinatários da oferta na unificação. Neste particular, fundamenta que a não unificação, isto é, a realização de duas OPAs, isso sim é que poderia causar prejuízo, pois aumentaria a probabilidade de abstenção, levando os destinatários a dificuldade de se posicionarem perante uma ou outra oferta.

4. Esclarece, quanto à compatibilização de procedimentos das ofertas, que o preço por ação a ser pago é de R\$ 109,70 por lote de mil ações ordinárias da CST (valor pago para aquisição das ações da Funssest, que é superior ao valor pago na aquisição das ações da CVRD, que foi de R\$ 107,01 por lote de mil ações). Além disso, será assegurado o direito a todos os destinatários da oferta de requerer a revisão do preço.

5. Em caso de ocorrer a revisão do preço, a Arcelor pretende⁽⁶⁾:

- a. desistir da OPA por aumento de participação, alienando o excesso da participação em 3 meses ⁽⁷⁾, a contar da ocorrência da aquisição;
- b. e manter a OPA por alienação de controle, reduzindo o valor ofertado para 80% do preço pago pelas ações do controle da CVRD ⁽⁸⁾.

6. Renuncia, porém, ao direito de desistir da OPA se houver adesão entre 1/3 e 2/3 das ações em circulação⁽⁹⁾, reservando-se o direito de adquirir a totalidade das ações detidas pelos acionistas da CST que aceitarem a oferta. Caso adquira mais de 2/3 das ações em circulação, adquirirá também as remanescentes, dentro de 3 meses, contados da data do leilão, pelo preço final da oferta, a ser pago em 15 dias do exercício da faculdade pelo acionista⁽¹⁰⁾. A ofertante assegura ainda a possibilidade de interferências por lotes parciais no leilão da oferta ⁽¹¹⁾.

7. Em relação à dispensa do laudo de avaliação, a Arcelor entende que, como este visa a dois objetivos (quais sejam, informar os destinatários da OPA, com opinião de terceiro especializado; e permitir solicitação de revisão do preço pelos minoritários), ela estaria, como ofertante, dispensada de apresentar laudo porque pretende manter um procedimento pelo qual os acionistas minoritários poderão questionar o preço da oferta tal como se lhes tivesse sido apresentado um laudo, estando a eles assegurado, conseqüentemente, o direito de requererem a elevação de preço, caso, nos termos da Lei 6.404/76 e da Instrução, concluam que o preço oferecido não seja o preço justo.

8. Além disso, traz 2 precedentes recentes em que a CVM fixou como parâmetro para o preço justo a ser pago na OPA o valor pago em operações de vulto, realizadas entre empresas não relacionadas, em condições comutativas.

9. A área técnica entendeu caber o procedimento diferenciado em relação à unificação das OPA, pois, nos moldes da Instrução, foram atendidas as condições e respeitadas as vedações para que o procedimento solicitado seja plenamente viável e não cause prejuízo a nenhum dos acionistas minoritários.

10. Discorda a área, porém, da ausência de Laudo de Avaliação para respaldar o preço justo, uma vez que, além de o caso não se enquadrar em nenhuma das hipóteses do § 1º do art. 34 da Instrução (ainda que estas não sejam hipóteses taxativas – ficando a critério do Colegiado analisar situações diversas das apresentadas), o caso também não se identifica com os precedentes evocados, pois a CVRD, a Arcelor e a CST são empresas relacionadas e a CVRD possui um relacionamento de longa data com a Ofertante⁽¹²⁾. Ademais, o preço ofertado (R\$ 109,70) pela Arcelor é inferior ao valor patrimonial da empresa (R\$ 130,12) à época da operação de aumento de participação⁽¹³⁾. Por fim, ressalta que o valor pago pelas ações de controle da CVRD foi inferior ao pago à Funssest, o que é incomum, já que o preço das ações do bloco de controle normalmente é acrescido de ágio.

FUNDAMENTAÇÃO

I – DA UNIFICAÇÃO DAS OPAs POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO E POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE.

11. Creio que possa ser deferido o pedido de unificação das OPAs por alienação de controle e aumento de participação, haja vista que os procedimentos não são incompatíveis entre si e, de fato, a concomitância de ofertas públicas neste caso tenderia a gerar confusão entre os investidores. Além disso, a união das OPAs é um procedimento plenamente adequado ao caso em questão, já que as operações que geraram tais OPAs ocorreram em datas muito próximas, revelando até mesmo uma ação coordenada da ofertante visando à aquisição do controle da CST.

12. Ressalte-se apenas que a eventual desistência da OPA por aumento de participação, possibilidade à qual a requerente tão enfaticamente aludiu, depende de prévia e expressa autorização da CVM, nos termos do artigo 5º, *caput*, da Instrução CVM nº 361/02, o que deverá ser devidamente destacado quando da publicação do edital.

II – DA DISPENSA DO LAUDO DE AVALIAÇÃO

13. A dispensa de laudo de avaliação em OPA realizada pelo acionista controlador, a despeito do que dispõe o art. 8º da referida Instrução, tem sido admitida em casos nos quais a finalidade a que se presta o laudo – indicar parâmetros para os acionistas questionarem se o valor ofertado é justo ou não – possa ser atingida por outra maneira.

14. Em hipóteses já analisadas por este Colegiado⁽¹⁴⁾, prevaleceu o entendimento de que pode ser aceito como preço justo para tais ações o valor pelo qual elas tenham sido negociadas, desde que esta negociação tenha satisfeito determinadas condições, principalmente no que tange à época da alienação acionária e à independência das partes.

15. No caso em tela, a requerente pretende fornecer como parâmetro para formação do preço justo, em substituição ao laudo de avaliação, o preço fixado na aquisição de 1.077.569.120 ações ordinárias (5,48% do capital votante) de emissão da CST até então detidas pela Funssest. A negociação foi realizada em 10 de dezembro de 2004 ao preço de R\$109,70 por lote de mil ações.

16. Ora, a Funssest – Fundação de Seguridade Social dos Empregados da Siderúrgica de Tubarão –, cuja maioria dos membros de seu conselho deliberativo é eleito pela própria CST, sem prejuízo da presunção de boa-fé daqueles que administram recursos de terceiros, certamente não é o melhor exemplo de parte independente.

17. Por outro lado, a Companhia Vale do Rio Doce poderia, esta sim, ser apontada como parte independente. Neste ponto, divirjo do entendimento esposado pela área técnica, que considerou que as expressivas relações comerciais travadas desde longa data entre a CVRD e a Arcelor, que ora assume o controle da CST, poriam em xeque o distanciamento dos interesses das partes.

18. Tendo em vista que as referidas companhias atuam em setores complementares e ocupam posição de destaque em seus respectivos mercados, é bastante compreensível – aliás, quase inevitável – que elas possuam estreitas relações comerciais. Isto, todavia, não autoriza supor que ambas as companhias tenham sempre um interesse comum. De fato, os recentes embates acerca do preço do minério de ferro, amplamente noticiados pela imprensa, demonstram que os interesses destas companhias podem inclusive ser bastante divergentes.

19. Para que se pudesse afirmar que a transação entre a CVRD e a Arcelor carece da independência necessária para servir como balizador de preço justo das ações da CST, seria necessária a existência de uma só vontade na realização da compra e venda destas ações, o que no direito norte-americano é chamado de "self-dealing transaction". Isto significaria dizer que a CVRD teria atuado de forma submissa, ajustando com a Arcelor um preço fictício que só atenderia aos interesses desta. Não me parece que essa possibilidade esteja presente no caso concreto.

20. Evidentemente, se a CVRD é aceita como independente e, no entanto, o preço que lhe foi pago por lote de mil ações é inferior ao pago à Funssest, pode-se, por uma questão de lógica, utilizar este último valor como critério válido para definir o preço justo, em substituição ao laudo de avaliação.

21. O acionista pode, portanto, a partir dessa verificação de que o preço é justo, entender se quer aceitar ou não a oferta – ainda que o valor ofertado seja significativamente afastado do valor patrimonial.

22. Aceitar a dispensa do laudo de avaliação (que seria a garantia de fixação do preço justo) não representa um prejuízo para os acionistas minoritários, nesse caso.

23. Como o Colegiado está autorizado a conceder a realização de procedimento diferenciado além das hipóteses listadas no § 1º do art. 34 da Instrução, parece que a diferenciação de dispensa de laudo como solicitada pela Ofertante seja uma delas, desde que configurado o preço justo.

24. Conforme tem sido reiteradamente divulgado pela própria empresa, a consolidação das atividades da Arcelor no Brasil passaria pela criação de uma *holding*, que reuniria suas participações em siderúrgicas brasileiras. Neste caso, o prosseguimento desta reestruturação societária poderá fazer surgir a necessidade de produção de novos laudos e novas OPAs, quando eventuais benefícios então apurados em favor dos titulares de ações ordinárias emitidas CST devem ser estendidos aos aderentes desta OPA que ora se realiza⁽¹⁵⁾.

25. Assim, se eventualmente o laudo a ser produzido no futuro constatar que o valor pago aos acionistas foi inferior ao valor justo, esta diferença lhes deve ser transmitida, com o que se estará definitivamente eliminando qualquer possibilidade de prejuízo aos acionistas minoritários.

26. Embora a Instrução 361 estabeleça que o prazo para extensão do benefício seja de 1 ano, parece-me razoável que, como compensação pela dispensa do laudo, o prazo a ser observado neste caso deva ser dilatado, e proponho que o seja até 31/12/06.

CONCLUSÃO

27. Pelo exposto, **VOTO** por deferir o pedido de procedimento diferenciado de OPA para unificação das OPAs de aumento de participação e alienação de controle. Defiro também o pedido de dispensa de laudo de avaliação, condicionando-o, no entanto, a possível incidência do disposto no art. 10 da Instrução CVM nº 361/ 02 até o dia 31/12/06.

Rio de Janeiro, 19 de abril de 2005.

NORMA JONSSSEN PARENTE

DIRETORA-RELATORA

⁽¹⁾ s as OPA visam ao mesmo público alvo e a unificação diminuirá chances de abstenção.

⁽²⁾ endendo empresas não relacionadas como empresas que não tinham finalidade *comum* na operação.

⁽³⁾ base no art. 34 da Instrução CVM n.º 361/02.

[\(4\)](#) igando, assim, a Arcelor a lançar OPA por aumento de participação (cf. art. 2º, II da Instrução).

[\(5\)](#) endo lançar OPA por alienação de controle (nos termos dos arts.2º, III; e 29 da Instrução e do art. 254-A da LSA).

[\(6\)](#) moldes do §6º do art. 5º da Instrução 361/02.

[\(7\)](#) forme arts. 27 e 28 da Instrução.

[\(8\)](#) termos do instrumento da oferta.

[\(9\)](#) ando assim de acordo com o art. 15, inciso II da Instrução.

[\(10\)](#) As exigências do art. 10, §2º da Instrução, não são obrigatórias para OPA por alienação de controle, no entanto a Ofertante se obriga a cumpri-la, no instrumento da oferta.

[\(11\)](#) Como permitido pelo inciso II do §2º do art. 12 da Instrução.

[\(12\)](#) Afastando assim um dos precedentes, no qual as empresas eram não relacionadas.

[\(13\)](#) Afastando o outro precedente trazido, pois neste o valor da oferta foi bem superior ao valor patrimonial das ações e a quantidade de ações ordinárias em circulação era de apenas 0,35% das ações emitidas, sob titularidade de 70 acionistas – E no caso da Arcelor, as ações objeto da OPA são detidas por 124 acionistas minoritários, representantes de 5,67% do capital votante da companhia.

[\(14\)](#) RJ/2003/07909 e RJ/2003/12825

[\(15\)](#) Art.10, I, da Instrução 361/02