

Assunto: Recurso contra entendimento da SEP e da SRE

Interessados: Mittal Steel Company N. V., Arcelor Brasil S.A., Arcelor S.A.

Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro

RELATÓRIO

Objeto

1. Mittal Steel Company N.V. ("Mittal Steel" ou "Recorrente") contesta a manifestação conjunta das Superintendências de Registro – SRE e de Relações com Empresas – SEP que entenderam ser obrigatória a realização de oferta pública de aquisição ("OPA" ou "Oferta") dirigida aos acionistas minoritários da Arcelor Brasil S.A. ("Arcelor Brasil"), de acordo com o art. 10 de seu estatuto social.

Fatos

2. Arcelor S.A. ("Arcelor") é uma companhia aberta sediada em Luxemburgo [\(1\)](#), e com subsidiárias e valores mobiliários listados em diversas jurisdições (Luxemburgo, Espanha, França, Bélgica e Estados Unidos). No Brasil, a Arcelor é controladora da Arcelor Brasil e da Acesita S.A., duas companhias abertas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (quando referidas em conjunto, as "Subsidiárias Brasileiras"). O controle da Arcelor é disperso em mercado, sendo que nenhum acionista detém, individualmente, participação superior a 8% do capital social [\(2\)](#).

3. Mittal Steel é companhia aberta sediada na Holanda com valores mobiliários listados em diversos países. A Mittal Steel é controlada pelos integrantes da família Mittal que detém, em conjunto, por meio de participações diretas e indiretas, a totalidade das ações de classe B com voto plural equivalente, por ação dessa classe, a dez vezes os votos das ações de classe A [\(3\)](#)-[\(4\)](#).

A oferta original

4. Em 27.01.2006 a Mittal Steel anunciou publicamente sua intenção de realizar uma oferta pública hostil (não solicitada) aos acionistas da Arcelor ("Oferta Original"), no valor estimado de €18,6 bilhões. De acordo com o anúncio divulgado, a Oferta Original:

- i. embutia o pagamento de um prêmio substancial pelas ações visadas [\(5\)](#);
- ii. estava condicionada à aceitação de acionistas representantes de, no mínimo, 50% do capital votante da Arcelor;
- iii. propunha aos acionistas de Arcelor o pagamento de 4 ações de Mittal Steel mais €35.25 por cada 5 ações da Arcelor [\(6\)](#), ou, alternativamente, uma das seguintes opções:
 - a. 15 ações da Arcelor por 16 da Mittal Steel (oferta só em ações) ou
 - b. €28.21 por cada ação da Arcelor (oferta só em dinheiro).

Nas duas últimas hipóteses a opção do destinatário sofreria os efeitos do procedimento de rateio efetivado para assegurar que 75% da oferta fosse representado por ações da Mittal Steel e 25% em dinheiro;

- iv. mencionava a necessidade de realização da OPA para as Subsidiárias Brasileiras [\(7\)](#);

5. Em 29.01.2006, o Conselho de Administração da Arcelor opôs-se à Oferta Original, sob a justificativa de que Arcelor e Mittal Steel "não compartilhavam da mesma visão estratégica, modelo de negócio e valores", expressando, ainda, sua preocupação quanto às "severas conseqüências que a proposta da Mittal Steel poderia trazer para o grupo, seus acionistas, funcionários e empregados" [\(8\)](#). Na ocasião, concedeu-se ao Conselho de Administração liberdade ampla para apresentar medidas alinhadas com os interesses de todos os interessados, que fizessem valer seu entendimento contrário à Oferta Original [\(9\)](#).

6. Durante os meses de fevereiro e março, a Mittal Steel arquivou os prospectos da Oferta Original junto às jurisdições em que a Arcelor tinha seus valores mobiliários listados [\(10\)](#).

Primeira Revisão da Oferta Original

7. Em 19.05.2006, a Mittal Steel fez uma primeira modificação à Oferta Original ("Primeira Revisão da Oferta Original"), aumentando-a para um valor total estimado de €25.8 bilhões. De acordo com o anúncio publicado:

- i. o prêmio proposto na Oferta Original seria majorado em 33% (€37.74, contra €28.21 por ação da Oferta Original), representando um acréscimo de 17,9% e de 69,8% sobre o preço de fechamento das ações da Arcelor na Euronext Paris, respectivamente, em 19.05.2006 e em 26.01.2006;
- ii. oferecia aos acionistas de Arcelor 1 ação de Mittal Steel e €11,10 por cada ação da Arcelor [\(11\)](#), ou, alternativamente, uma das seguintes opções:
 - a. 17 ações da Arcelor por 12 da Mittal Steel (oferta só em ações)
 - b. ou €37,74 por cada ação da Arcelor (oferta só em dinheiro).

Nesses dois casos, haveria rateio para garantir que a oferta fosse composta de 70,6% em ações e 29,4% em dinheiro; e

- iii. anunciava diversas alterações na governança corporativa da Mittal Steel, até então apontada como deficiente pela administração da Arcelor [\(12\)](#).

8. Em maio Mittal Steel arquivou nas jurisdições pertinentes a documentação relativa à Primeira Revisão da Oferta Original.

9. Em 26.05.2006, o Conselho de Administração da Arcelor anunciou a assinatura de um "Acordo de Aliança Estratégica" com a Severstal, maior companhia de aço russa. Pelos termos desse acordo, ainda sujeito ao voto de assembléia geral a ser realizada em 30.06.2006, estimava-se o valor de cada ação da Arcelor em €44, representando um prêmio de 100% sobre o preço de fechamento das ações da Arcelor em 26.01.2006 e 36,6% do preço de fechamento da véspera. O anúncio também dizia que seriam pagos aos acionistas cerca de €7,6 bilhões em dinheiro, por meio da distribuição de dividendos e da recompra de ações [\(13\)](#).

10. Em 12.06.2006, o Conselho de Administração da Arcelor manteve sua recomendação contrária à aceitação da oferta da Mittal Steel e favorável à da Severstal. De acordo com o comunicado, a Primeira Revisão da Oferta Original "ainda se mantém inadequada, uma vez que subvalorizava as ações da Arcelor", envolveria visões estratégicas diferentes e geraria um retorno inferior ao esperado com o acordo firmado com a Severstal [\(14\)](#).

Oferta final

11. Em 25.06.2006, Arcelor divulgou um comunicado conjunto com a Mittal Steel noticiando que seus órgãos diretivos haviam chegado a um acordo, ao qual se referiam como uma "transação entre iguais" (*merger of equals*). O Memorando de Entendimentos ("MOU") que formalizava o entendimento entre as partes, entre outras disposições:

- i. elevava as condições da Primeira Revisão da Oferta Original em cerca de 10%, representando um prêmio de 49% em relação à Oferta Original e de 100% em relação à cotação de fechamento das ações da Arcelor;
- ii. oferecia aos acionistas de Arcelor ("Oferta Final") 13 ações de Mittal Steel e €150,6 por 12 ações de Arcelor [\(15\)](#) (ou 1,084 ação da Mittal Steel e €12,55 por cada ação da Arcelor), ou, alternativamente, uma das seguintes opções:
 - a. 11 ações da Arcelor por 7 da Mittal Steel (oferta só em ações), ou
 - b. €40,4 por cada ação da Arcelor (oferta só em dinheiro).

Haveria rateio nos dois últimos casos para que a oferta fosse composta de 69% em ações e 31% em dinheiro. A Oferta Final embutia um aumento de 108% na oferta em dinheiro e 32% na oferta em ações;

iii. embutia valores que, assumindo 100% de adesão à Oferta Final, corresponderiam, respectivamente, a 50,5% e 49,5% de participação aos acionistas de Arcelor e Mittal Steel;

IV. disciplinava o modelo de governança corporativa da Arcelor e da Mittal Steel, bem como da sociedade resultante da fusão, estabelecendo compromissos recíprocos entre as partes; [\(16\)](#)

v. fixava regras de funcionamento e competência do Conselho de Administração para decidir sobre certos assuntos; e

vi. anunciava que, no futuro, as partes empregariam seus melhores esforços para que a Mittal Steel fosse fundida com a Arcelor [\(17\)](#).

12. Quanto às Subsidiárias Brasileiras o comunicado conjunto afirmava que *"the parties will consider jointly the need for a tender offer for outstanding shares of Arcelor Brazil under applicable laws and regulations, in particular in light of the new terms of the transaction"* [\(18\)](#). Essa declaração levou as áreas técnicas da CVM a notificarem a Arcelor Brasil pedindo-lhe que esclarecesse o mercado a respeito dos reflexos da operação para as Subsidiárias Brasileiras, em especial no tocante à realização ou não de oferta pública obrigatória [\(19\)](#). Finalmente, em 05.07.2006, Arcelor Brasil publicou fato relevante noticiando que:

"Em atendimento à determinação da Comissão de Valores Mobiliários e ao disposto na Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, e, ainda, em complemento a divulgações anteriores, Arcelor ("Arcelor") e Mittal Steel Company N.V. ("Mittal Steel") e juntamente com a Arcelor, "Partes" vêm a público prestar maiores informações acerca da Oferta Revisada (conforme definido abaixo) e suas consequências para os acionistas da Arcelor Brasil S.A. ("Arcelor Brasil") e da Acesita S.A. ("Acesita").

Arcelor, Mittal Steel e o acionista controlador atual da Mittal Steel (o Sr. Lakshmi Mittal e sua família) celebraram um Memorando de Entendimentos em 25 de junho de 2006 ("MOU"), por meio do qual Arcelor e Mittal Steel acordaram em unir-se em uma fusão entre iguais, a ser implementada após a conclusão bem sucedida da oferta de aquisição da Mittal Steel de ações em circulação e títulos conversíveis em ações da Arcelor (esta oferta, incluindo qualquer oferta subsequente relacionada, a "Oferta Revisada"). Após a efetivação da fusão, a nova denominação social da Arcelor passará a ser "Arcelor-Mittal".

A Oferta Revisada envolve a oferta pela Mittal Steel de troca de até 100% das ações em circulação e títulos conversíveis em ações da Arcelor por dinheiro e ações da Mittal Steel, na proporção global de 31% em dinheiro e 69% em ações da Mittal Steel, respectivamente. A Oferta Revisada expirará em 13 de julho de 2006, salvo se prorrogada.

As Partes esperam que após o término da Oferta Revisada, a Arcelor continuará a não ter um acionista controlador final, uma vez que nem os atuais acionistas da Mittal Steel nem qualquer outro acionista passarão a deter 50% mais uma ação da Mittal Steel. Adicionalmente, de acordo com os termos do MOU, nem o Sr. Lakshmi Mittal e sua família nem qualquer outro acionista será capaz de indicar a maioria dos membros dos respectivos conselhos de administração da Arcelor ou da Mittal Steel.

As Partes entendem que, caso suas expectativas se concretizem, as transações prevista no MOU não constituirão aquisição de controle da Arcelor Brasil ou da Acesita para os fins do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações e dos artigos 8 e 10 do estatuto social da Arcelor Brasil. Dessa forma, não se espera que seja exigida uma oferta pública para aquisição das ações dos acionistas minoritários de tais companhias.

As Partes continuarão a manter os acionistas da Arcelor Brasil e da Acesita e o mercado devidamente informados do andamento da Oferta Revisada, incluindo se a Oferta Revisada for concretizada conforme as expectativas das Partes, e irão divulgar toda informação relevante a respeito da mesma de acordo com as regras da Instrução CVM 358/02".

13. Os documentos relativos à Oferta Final foram arquivados nas jurisdições pertinentes, afirmando que *"com base em análises adicionais, à luz dos termos da Oferta aprimorada, anunciada em 25 de junho de 2006, e das disposições de governança do Memorando de Entendimento (MOU) celebrado entre a Arcelor, a Mittal Steel e os acionistas controladores da Mittal Steel naquele mesmo dia, a Mittal Steel entende que, apesar de não poder garanti-lo, essa exigência não mais se aplicaria."*

14. Em 06.07.2006, a CVM recebeu reclamação de representante de acionistas minoritários da Arcelor Brasil ("Acionistas Reclamantes") defendendo a necessidade de realização de OPA aos minoritários de Arcelor Brasil, com base no art. 10 do estatuto social. Intimada a manifestar-se, a Mittal Steel apresentou esclarecimentos contestando a obrigatoriedade da OPA. Nessa ocasião, a empresa frisou os argumentos anteriormente descritos e acrescentou ainda, com apoio em parecer fornecido por advogados Luxemburgueses:

i. que a lei aplicável para determinar se ocorreu uma aquisição de controle, inclusive para efeitos do art. 10 do estatuto social, é a brasileira, de acordo com o art. 8º da Lei de Introdução ao Código Civil, sendo irrelevante que a legislação estrangeira estabeleça critério diverso;

ii. a Lei de Luxemburgo ("Lei de OPA") somente se aplicaria aos valores mobiliários de companhias reguladas pelas leis dos Estados Membros da Comunidade Económica Européia, ou da Área Económica Européia, mas não para uma companhia brasileira, mesmo que ela estivesse listada na bolsa de valores de Luxemburgo;

iii. o artigo 5º, 3, da Lei de OPA estabelece que o percentual de direitos de voto cuja aquisição dispararia uma oferta pública deve ser fixado pela lei do Estado Membro onde a companhia objeto estiver localizada, o que confirmaria a inaplicabilidade daquele diploma às Subsidiárias Brasileiras;

iv. o art 5º como um todo, e em particular a definição de controle (para aquele propósito), somente seriam aplicáveis quando o percentual fixado no artigo 5(3) tenha sido atingido por meio de aquisição de ações, no mercado e fora dele, mas excluindo alguém que esteja obtendo as ações, acima do limite por meio de uma oferta pública de ações, que seria, justamente, o caso da Mittal Steel, que estaria fazendo uma oferta a todos os acionistas da Arcelor; e, por fim

v. o art. 5º apenas estabeleceu um limite para realização de uma oferta pública, mas não definiu o que é controle, genericamente.

15. Os documentos relativos à Oferta Final foram arquivados nas jurisdições pertinentes, afirmando que *"com base em análises adicionais, à luz dos termos da Oferta aprimorada, anunciada em 25 de junho de 2006, e das disposições de governança do Memorando de Entendimento (MOU) celebrado entre a Arcelor, a Mittal Steel e os acionistas controladores da Mittal Steel naquele mesmo dia, a Mittal Steel entende que, apesar de não poder garanti-lo, essa exigência não mais se aplicaria."*

16. Em 18.07.2006, Mittal Steel e Arcelor comunicaram que a condição mínima de aceitação de 50% dos acionistas da Arcelor havia sido alcançada. Em 26.07.2006, foi publicado comunicado noticiando que 91,88% dos acionistas da Arcelor tinham aderido à Oferta Final e que, nessa mesma data, iniciava-se o período adicional de um mês para aceitação da Oferta Final (*subsequent offering period*). Em 08.08.2006, a Mittal Steel deu notícia de que os acionistas de Arcelor que remanescessem após o término daquele prazo de extensão (àquela altura, cerca de 6,2% do capital social, já considerando as adesões do *subsequent offering period*), teriam o direito de, nos três meses seguintes a partir de 18.08.2006, alienarem suas ações (*mandatory sell-out period*) pelo mesmo preço em dinheiro oferecido na Oferta Final (i.e.; € 40,40 por ação).

Manifestação de entendimento das áreas técnicas

17. Em 1º.08.2006, a SEP e a SRE comunicaram seu entendimento de que a Mittal Steel, *"adquirente do poder de controle indireto da Arcelor Brasil, tem o dever legal de cumprir a obrigação estatutariamente prevista de realização de OPA para os acionistas minoritários da Companhia"*. Essa opinião estava baseada em parecer da Procuradoria Federal Especializada – PFE (MEMO/PFE-CVM/Nº 1004/06, de 31.08.2006) que entendia que a OPA decorreria do art. 10 [\(20\)](#) do estatuto social da Arcelor Brasil (e não do art. 254-A da Lei 6.404/76). Tratando-se de compromisso decorrente de cláusula estatutária, a Procuradoria entende que a Oferta não é exigível no caso de Acesita S.A., cujo estatuto não contém tal disposição.

18. Analisando as disposições estatutárias da Arcelor Brasil, a PFE entendeu que os arts. 8 e 9 do estatuto correspondiam ao art. 254-A da Lei 6.404/76 com percentual majorado para 100%, ao passo que o art. 10 criaria hipótese diversa, de obrigatoriedade de oferta pública também para os casos de aquisição de controle. Dessa forma, a obrigação estatutária teria incidido quando a Mittal Steel adquiriu mais de 50% das ações de emissão da Arcelor *"sendo irrelevante que haja intenção de futura de fusão entre as companhias, a qual, segundo as informações constantes do MOU, se sujeita a determinadas condicionantes e ao regime de melhores esforços das partes envolvidas, o fato é que, na prática, e antes da fusão, o controle indireto da Arcelor Brasil passará a ser exercido pela Mittal Steel"*.

19. Traçando uma analogia entre a manifestação de vontade dada em contrato e no estatuto social, a PFE destaca que a verificação da aquisição originária do poder de controle deve ser apurada segundo a lei brasileira (cf. art. 9º da Lei de Introdução ao Código Civil – LICC) que determina que para *"qualificar e reger as obrigações, aplicar-se-á a lei do país em que se constituírem"*. Acrescenta, contudo, que a conclusão seria a mesma caso se aplicasse a legislação de Luxemburgo que, regulamentando a 5ª Diretiva Européia, impôs o dever de lançar uma OPA sempre que se alcançasse o percentual de 33,3% do capital votante.

20. Baseada no art. 116 da Lei 6.404/76, a Procuradoria defende que a Mittal Steel, como adquirente do poder de controle indireto da Arcelor Brasil, tem o dever de cumprir suas disposições estatutárias. Invocam em suporte o princípio da boa-fé objetiva, alegando que os *"acionistas minoritários da Arcelor Brasil, realizaram os seus investimentos em uma sociedade integrante do Nível 1 de Governança Corporativa, na legítima expectativa de ver integralmente cumpridas as obrigações estabelecidas no estatuto da companhia, incluindo aquela prevista no art. 10"*.

21. A Procuradoria rejeita o argumento da Mittal Steel de que a estrutura da operação se assemelharia à interposição de uma sociedade holding em que nenhum acionista detivesse participação superior a 50% do capital votante. A equiparação seria inaceitável porque não se cuidaria, no caso, do uso da holding como técnica de organização do controle (ainda que disperso), e mesmo que se cuidasse, a holding seria uma nova controladora final, atraindo a aplicação do art. 10 do estatuto social.

Recurso

22. Em 16.08.2006, a Mittal Steel apresentou recurso contra o entendimento manifestado pelas áreas técnicas, acompanhado de pareceres de Nelson Eizirik, Luiz Gastão Paes de Barros Leães e, posteriormente, de Arnold Wald. A Recorrente sustenta que não houve aquisição de controle da Arcelor (e portanto, indiretamente, da Arcelor Brasil), mas sim uma fusão de iguais (*merger of equals*) entre a Mittal Steel e a Arcelor. A Oferta Final refletiria o acordo ajustado no MOU e seria, em essência, diferente da Oferta Original, com base na qual teriam sido feitas as declarações constantes

dos documentos arquivados nas diversas jurisdições.

Estrutura da operação

23. Para ressaltar que se trata de uma fusão entre iguais, com equilíbrio de poderes, a Recorrente afirma que *"o conceito de 'fusão entre iguais' é que, após sua conclusão, nem os acionistas de Arcelor, nem os acionistas minoritários da Mittal Steel e nem a Família Mittal terão participação majoritária que lhes assegure, em caráter permanente, o poder de controlar os negócios da Arcelor ou da Mittal Steel"*. Nesse sentido, destaca que:

- i. *"a Família Mittal certamente não terá direito à titularidade da maioria das ações em circulação, da maioria dos votos ou ao poder de controle sobre a Mittal Steel ou Arcelor"* , e que *"logo após a assinatura do MOU, a assembleia geral de acionistas da Mittal Steel realizou alterações no estatuto social para remover direitos especiais de voto atribuídos a uma classe de ações detida pela Família Mittal"*;
- ii. *"o MOU estabelece restrições à Família Mittal para aquisição de participação acionária superior àquela que detiver na Mittal Steel após a finalização da Oferta Revisada, e de qualquer oferta subsequente ou oferta obrigatória tanto na Mittal Steel quanto na Arcelor após a finalização da Oferta Revisada"*;
- iii. *"a Mittal Steel tornou-se, até o momento, proprietária de ações da Arcelor representando aproximadamente 92% do capital votante e do capital social da Arcelor. Simultaneamente, os acionistas da Arcelor e os detentores de títulos conversíveis em ações da Arcelor tornaram-se acionistas diretos da Mittal Steel passando a deter, direta e indiretamente, uma participação aproximada de 52% no capital da Arcelor, sendo cerca de 44% indiretamente (através da Mittal Steel) e aproximadamente 8% diretamente"*;
- iv. *"a Família Mittal será capaz de eleger uma minoria dos membros do Conselho de Administração [este será composto por 18 membros, sendo que dos 6 que cabe à Mittal Steel eleger, 3 deverão ser independentes] e não mais que metade da Diretoria da Arcelor e da Mittal Steel"* ;
- v. *"nenhum acionista terá poderes especiais de voto ou votos plurais, ou direitos especiais para nomear, eleger e/ou destituir membros do Conselho de Administração. Nenhum conselheiro terá mais que um voto ou voto de desempate"*; e
- vi. *"a participação majoritária da Mittal Steel na Arcelor é apenas transitória e desaparece com a Incorporação, voltando a circular no mercado mais do que 50% das ações da Arcelor, que será denominada Arcelor Mittal"*.

24. Para analisar as implicações legais do MOU, é preciso analisar toda a cadeia de operações, até sua etapa final — a incorporação da Mittal Steel na Arcelor — sem deter-se em passagens intermediárias (cf. art. 29, §4º da Instrução 361/02, precedentes desta CVM e entendimentos doutrinários). Considerando-se 100% de adesão à Oferta Final, os acionistas de Arcelor deterão mais que 50% da sociedade que vier a resultar da futura incorporação. Assim: *"a implementação da Incorporação, conforme referida no MOU, apenas deixa ainda mais claro o que já é evidente, considerando a Oferta Revisada como uma etapa intermediária. (...) caso a CVM tenha qualquer dúvida (...) deveria aguardar até que a Incorporação seja realizada a fim de adotar um posicionamento definitivo sobre o assunto, evitando assim o risco de não considerar características importantes da Operação"*.

Razões para reforma do entendimento das áreas

25. Prosseguindo, o Recorrente afirma que a CVM não teria competência, de acordo com a lei brasileira, para impor obrigações que não estivessem relacionadas a comandos previstos em lei ou na regulamentação. A inobservância de cláusula contratual válida poderia ser, no máximo, objeto de ação judicial promovida por quem se entendesse prejudicado, mas *"a CVM não pode tomar uma decisão em tal sentido na qualidade de ente regulador, extrapolando sua competência, conforme definido pela legislação brasileira"*.

26. Quando o art. 10 do estatuto social fala em *"oferta pública referida no art. 8º"*, alude à oferta de alienação de controle prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76. Não seria correto interpretar tal disposição como uma aquisição de controle da Arcelor Brasil, diversa da alienação de controle (que viria tratada nos arts. 8º e 9º daquele mesmo estatuto). Isto porque, como o art. 10 refere-se à oferta referida no art. 8º — i.e., à oferta resultante da aquisição derivada de controle — ele não eliminaria a necessidade de que haja uma alienação de controle, mas apenas deixaria claro *"que não importa onde o controlador final esteja localizado, se a aquisição dessa entidade ocorrer, uma oferta pública será exigida"*.

27. Como o estatuto social não contém definição especial de *"poder de controle"* ou *"controle"*, tais conceitos deveriam ser interpretados de acordo com a Lei 6.404/76. Observa ainda que *"não há nenhuma outra definição legal de 'controle', 'poder de controle' ou 'acionista controlador', segundo a legislação societária brasileira que divirja daquela descrita acima ou que a torne inaplicável a certa companhia ou situação"*.

28. Teria havido apenas uma alteração de participações acionárias diretas na companhia, com a integração da Mittal Steel como acionista da Arcelor, mas sem alteração do controle indireto. Examinando-se as participações diretas e indiretas após a Oferta Final vê-se que:

- i. os acionistas aceitantes receberam ações da Mittal Steel e, portanto, continuaram acionistas indiretos da Arcelor, por meio de suas participações na Mittal Steel. *"(...) os antigos acionistas da Arcelor continuam sendo os detentores das maiores participações existentes na Arcelor, detendo participações diretas (aproximadamente 8%) e participações indiretas através da Mittal Steel (aproximadamente 44%)"*;
- ii. houve o ingresso de um único novo acionista — a Família Mittal — que passou a deter, por meio da Mittal Steel, uma participação minoritária indireta de 42% em Arcelor. Teria havido uma *"alteração formal na estrutura societária da Arcelor e não uma 'aquisição' de controle ou 'mudança' de controle da Arcelor ou da Arcelor Brasil"* ;
- iii. nenhum acionista, em toda a cadeia societária, tornou-se proprietário de participação agregada superior a 50%, ou que possa ser qualificada como participação de controle no conceito do art. 116 da Lei 6.404/76;
- iv. a participação de 92% da Mittal Steel em Arcelor engloba os antigos acionistas da Arcelor e *"desaparecerá posteriormente, sendo absorvida pela Arcelor, na chamada Incorporação"*; e
- v. o ingresso da Mittal Steel como acionista da Arcelor (e, indiretamente, da Arcelor Brasil), mesmo que meramente transitória, *"não traz para quaisquer dessas companhias nenhum elemento novo ou mudança no processo de tomada de decisões que possa configurar uma aquisição de controle, segundo a legislação brasileira"*.

29. A operação poderia ter sido feita de outra forma e com outra estrutura, nenhuma das quais, entretanto, levaria à obrigatoriedade de uma oferta:

- i. poderia ter sido interposta uma holding (Mittal Steel) entre uma subsidiária e seus acionistas, em que nenhum destes deteria mais de 50% das ações da holding. Pouco importa que a holding detenha a maioria das ações da Arcelor, uma vez os antigos acionistas desta agora migraram para a holding que adiante desaparecerá com a incorporação. As participações societárias diretas e indiretas deveriam ser consideradas conjuntamente, e até o último nível da cadeia societária;
- ii. a Família Mittal Steel poderia ter adquirido uma participação direta de 42% em Arcelor, cenário em que *"ninguém poderia enxergar em tal aquisição uma alienação ou uma aquisição de controle da Arcelor"*;
- iii. poderia ter havido uma *"oferta da Arcelor para os acionistas da Mittal Steel, seguida por uma incorporação das duas companhias"* ; e
- iv. *"assim, a substância e a essência da Operação devem ser examinadas a fim de determinar sua natureza e as conseqüências aplicáveis e não somente a sua forma e aspectos exteriores. E sempre levando em consideração a operação como um todo, envolvendo todas as suas etapas, do princípio ao fim, já que não se pode 'fatiar' uma operação e pretender analisá-la e dela extrair efeitos em etapas separadas"*.

30. Finalmente, a Mittal Steel poderia ser conceituada como *"Pessoa Relacionada"*⁽²¹⁾, de acordo com o estatuto social da Arcelor Brasil, o que também afastaria a OPA. *"Se investigarmos a estrutura societária da Mittal Steel à época em que adquiriu as ações da Arcelor (ou, para fins de argumentação, o 'controle' da Arcelor) e da Arcelor Brasil, indiretamente, verificaremos que uma participação muito grande existente na Mittal Steel é detida por antigos detentores de ações e títulos conversíveis em ações da Arcelor. Portanto, no momento em que a Mittal Steel adquire as ações da Arcelor, a Mittal Steel está em uma posição equivalente à de uma 'Pessoa Relacionada' da Arcelor Brasil, tendo em vista que uma participação relevante na Mittal Steel é detida pelos antigos acionistas e detentores de títulos conversíveis em ações da Arcelor e não há qualquer outro acionista da Mittal Steel que possa ser considerado como acionista controlador"*.

31. O parecer da PFE seria *"estritamente literal"* e dissociado da intenção principal do art. 10 do estatuto social (cf. art. 112 do Código Civil ⁽²²⁾). *"Portanto, a interpretação do art. 10 do estatuto social da Arcelor Brasil deverá ser aquela que conduz a uma conclusão lógica e razoável"* sendo que aquela adotada pela PFE *"está distante de alcançar um significado que esteja em conformidade com a prática comum dos mercados de capitais internacionais e do brasileiro, e do que se esperaria que fosse a intenção dos acionistas da Arcelor Brasil, assumindo que esses acionistas estavam atuando de boa fé e de forma diligente"*.

Manutenção da decisão das áreas

32. As áreas técnicas mantiveram seu posicionamento (fls. 246), escoradas em novo parecer da PFE (fls. 230/245) do qual destaca os seguintes argumentos:

- i. a competência da CVM para manifestar-se sobre o art. 10 do estatuto social tem fundamento no art. 116, parágrafo único da Lei 6.404/76, c/c arts. 4º, IV, "b", 9º, V e VI e 11, §4º da Lei 6.385/76;
- ii. os pareceres jurídicos centram-se no art. 254-A da Lei 6.404/76, e não na aplicação de regras estatutárias, que foram base para incidência da Oferta;
- iii. a interpretação da Recorrente ao art. 10 levaria à inutilidade desse dispositivo;
- iv. restou incontroverso que, antes da Oferta Final, Arcelor não possuía controlador, e após esse evento, Mittal Steel tornou-se titular direta de cerca de 92% de seu capital social, suficiente para garantir o controle, no Brasil e fora;

- v. "ainda que haja intenção de realização de futura fusão entre as companhias, o que, segundo as informações constantes do Memorando de Entendimentos (MOU), sujeita-se a determinadas condicionantes e ao regime de melhores esforços das partes envolvidas, o fato é que, na prática e concretamente, antes da fusão, o controle indireto da Arcelor Brasil passou a ser exercido, efetivamente, pela Mittal Steel". Só então o quadro societário da Arcelor será dividido entre a Mittal Steel, com 92% dos votos e os demais acionistas, com 8% de participação;
 - vi. as normas estabelecidas para regular a composição do Conselho de Administração correspondem, na verdade, ao poder da Mittal Steel de comandar e definir os negócios da Arcelor.
 - vii. "(...) não se pode esquecer que a suposta minoria de 6 perante os 18 membros do Conselho de Administração da Arcelor não corresponde à efetiva realidade, especialmente se forem excluídos desse cômputo os membros independentes no total de 9 e aqueles 3 escolhidos pelos empregados da companhia, dado que o colegiado que os elege é distinto daquele que elege os demais";
 - viii. ao calcular as participações societárias diretas e indiretas das partes, a Recorrente desprezou a separação das personalidades jurídicas da sociedade e de seus sócios;
 - ix. são irrelevantes as considerações sobre as condicionantes e demais estruturas possíveis para levar a cabo a operação, uma vez que o parecer da PFE analisou uma situação em concreto, que atraiu a incidência de uma cláusula do estatuto social;
 - x. não é possível olhar os antigos acionistas de Arcelor como uma individualidade, dado que, no caso, a operação se assemelharia a uma venda em que é dada ao acionista a opção quanto à forma de recebimento (prestação alternativa);
 - xi. não se pretende aplicar no exterior uma regra estatutária de uma companhia brasileira, "mas sim aplicar no Brasil uma regra estatutária de companhia aqui constituída, cuja fiel observância representa um dever legal do controlador", não importando o local em que tenha ocorrido a troca de controle; e
 - xii. "Em síntese, o entendimento manifestado pela SRE e pela SEP é dirigido, objetivamente, ao acionista controlador indireto de companhia aberta brasileira (que tem, entre outros, o dever legal e básico de respeitar os direitos dos seus acionistas minoritários), cujo estatuto se encontra registrado nesta CVM e cujas ações são negociadas no mercado brasileiro".
33. Antes de manter o entendimento manifestado, a SRE questionou (23): "como chamar essa operação de 'Fusão entre Iguais', quando se é atribuído um sobrepreço das ações a serem adquiridas? Por que não se permutou ao preço de fechamento de ambas?".

Aditamento à primeira reclamação

34. Em 06.09.2006, os Acionistas Reclamantes aditaram sua petição, para comentar alguns pontos do recurso da Mittal Steel e dos pareceres que a acompanharam. Desse aditamento, destaco os seguintes pontos:
- i. a interpretação sobre o art. 254-A da Lei 6.404/76 a qual se dedica extensa parte dos pareceres, não é relevante para o caso, já que sua aplicação não é questionada. "O que se deve tratar no âmbito do presente processo não é o alcance do artigo 254-A da lei, mas o alcance do artigo 10 do estatuto social";
 - ii. o precedente da Tele Centro-Oeste Celular Participações (24), citado em um dos pareceres juntados pela Recorrente apontaria em sentido oposto ao pretendido. "Naquele caso, houve uma alienação de controle, a que se seguiu uma oferta pública aos minoritários ordinários, para depois se pretender fazer uma incorporação de ações (...) o precedente citado é no sentido de que cada etapa da operação (a aquisição e depois a incorporação) deve produzir, isoladamente, os efeitos dela decorrentes. No caso, porém, de se afastar os efeitos da lei (no caso, o tratamento igualitário), deve-se vislumbrar a operação como um todo." (grifos no original);
 - iii. também não se trataria de negócio indireto, pois teria havido "uma mera manifestação de intenção, em que as partes se obrigam a envidar esforços para atingir determinado fim (...) quando muito um pré-contrato, e não um negócio jurídico já aperfeiçoado que adota uma forma visando um objetivo que não lhe é típico";
 - iv. os documentos da Oferta Final só falam na intenção de estudar a unificação de Mittal Steel e Arcelor, de forma que "(...) não se está diante de um negócio jurídico único, que se possa chamar de 'fusão' ou de 'incorporação'. O que se tem é uma aquisição que poderá um dia, quem sabe, dependendo do humor do Sr. Lakshimi Mittal, agora controlador da Arcelor Europa(25), ser seguida de uma reestruturação societária";
 - v. "Ora, desde o início, a prevalecer a tese agora defendida pela Mittal Steel, se sabia que poderia haver uma incorporação ou fusão no futuro. A justificativa da Recorrente de que antes havia a possibilidade de a oferta pública ser obrigatória, no caso de a Família Mittal ficar com mais de 50% da nova Mittal Steel, contradiz o argumento de que a operação só deve ser considerada no seu todo, e não a cada parte. Se assistisse razão à Recorrente agora, também teria que assistir no caso de a Família Mittal permanecer, em um primeiro momento, com mais de 50% do capital da Mittal Steel, para, em seguida, fazer-se a incorporação";
 - vi. os antigos acionistas de Arcelor não detêm, e nem detêrão, a maioria das ações da Mittal Steel, considerando os níveis atuais de adesão à Oferta Final e os acionistas originais da Mittal Steel(26). Esses percentuais, por seu turno, não se modificaram por força do *sell-out period* ora em curso, dado que a aceitação deste só poderá se dar em dinheiro;
 - vii. o acordo a respeito da estrutura de governança corporativa terá duração de apenas três anos e, mesmo nesse período, é possível identificar Lakshimi Mittal como detentor do controle da "Arcelor Mittal", uma vez que (a) "nenhuma matéria pode ser levada ao conselho de administração sem que ele aprove tal encaminhamento" e (b) qualquer matéria encaminhada sem sua aprovação pessoal lhe confere "o direito de exigir que a matéria seja primeiro aprovada pela assembléia de acionistas, ficando o Sr. Lakshimi Mittal liberado para votar na assembléia como quiser" (cf. itens 12 (a) e (b) do MOU);
 - viii. "E na assembléia, o Sr. Lakshimi Mittal com sua família detém 45,2% do total de ações em uma companhia que agora tem 54,8% de free float. Sendo que nenhum outro acionista dessa companhia provavelmente terá mais do que 4% do capital";
 - ix. o art. 10 do estatuto da Arcelor Brasil teve como objetivo estabelecer uma hipótese nova de oferta pública obrigatória, diversa da prevista em lei e das demais hipóteses do estatuto social (arts. 8º e 9º), sendo que a expressão "acionista controlador final" lá empregada refere-se à Arcelor;
 - x. a prevalecer a tese da Recorrente não haveria OPA, por exemplo, caso o preço da aquisição fosse integralmente pago em dinheiro e a Mittal Steel fosse uma companhia de controle pulverizado, ou caso qualquer companhia de capital pulverizado adquirisse, ainda que de forma derivada, o controle de uma companhia aberta brasileira. "Seja o novo controlador final a própria Mittal Steel ou seja ele o Sr. Lakshimi Mittal com sua família, o fato é que (...) o controle final da Arcelor Brasil está mudando"; e
 - xi. o art. 10 do estatuto social serviria "para conferir aos acionistas da Arcelor Brasil a opção de retirarem-se da companhia, aproveitando-se de eventual prêmio de controle, caso a estrutura de controle difuso existente na Europa fosse alterada, por exemplo, para que passasse a ser detida por quem não tem apreço pelos compromissos anteriormente assumidos junto ao mercado de capitais brasileiro, ou por quem, como maior produtor de aço do mundo, tenha inegáveis interesses conflitantes com o dos acionistas da companhia brasileira".
35. Os Acionistas Reclamantes destacam que o comportamento e as declarações feitas por Lakshimi Mittal após a conclusão da Oferta Revisada são aqueles de um novo controlador. "Apenas existe fusão quando existem duas partes. Quem é a outra? Quem veio ao Brasil junto com o Sr. Lakshimi Mittal para falar pelo outro lado? Quem está dando as ordens? Quem está mandando? Não é o controle (como afirma a Recorrente e todos os seus pareceristas) um fenômeno de poder?".
36. Por fim, em 11.09.2006, a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil ("Previ"), apresentou petição manifestando-se sobre o recurso da Recorrente e reiterando os argumentos dos Acionistas Reclamantes. Ainda, alegando que um dos pareceres jurídicos fora contratado pela Arcelor Brasil em benefício exclusivo da Família Mittal, requereu fossem "apurados os atos do acionista controlador e dos administradores da companhia brasileira em flagrante violação do dever de diligência, desvio de poder e abuso do poder de controle".

É o relatório

Rio de Janeiro, 25 de setembro de 2006.

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor Relator

VOTO

Definindo os pontos principais da discussão

1. Sob o ponto de vista societário e de mercado de capitais, este processo nos traz à consideração dois temas de indiscutível importância: a análise da competência da CVM para exercer suas atribuições legais à luz de uma disposição estatutária e o exame da incidência de uma oferta pública obrigatória de aquisição das participações minoritárias.
2. A introdução de dispositivos estatutários destinados a promover aos acionistas direitos superiores àqueles previstos na legislação societária, ganhou impulso com o lançamento do Novo Mercado da Bovespa. Nos últimos anos, este segmento de listagem, junto com os níveis especiais de governança corporativa organizados pela Bovespa, concentraram praticamente todas as emissões ocorridas. Não é exagero afirmar que essa iniciativa de auto-regulação, por via contratual e estatutária, teve peso decisivo no desenvolvimento recente do mercado de capitais brasileiro(27). Por sua vez, a oferta pública obrigatória tem sua matriz no art. 254-A da Lei 6.404/76, que com a reforma societária de 2001 voltou a figurar no rol dos "direitos dos minoritários" e dentre as principais práticas de governança corporativa das companhias brasileiras(28).
3. No caso concreto, esses dois temas vêm acompanhados de outra complexidade: Arcelor e Mittal Steel não são companhias brasileiras, o que nos leva a refletir sobre o direito aplicável ao caso.

Estatutos sociais e competência da CVM

4. Para saber se a CVM tem competência para impor obrigação constante de norma estatutária "não relacionada a comandos previstos em lei ou na regulamentação", deve-se ir à Lei 6.385/76, fonte normativa primária de suas atribuições legais.

5. Pelo art. 4º, IV "b" da Lei 6.385/76, a CVM deve exercer suas atribuições com a finalidade de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores de mercado contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores. O art. 9º, V fixa a competência para apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas. Finalmente, o art. 11 dispõe que a CVM poderá impor penalidades aos infratores da Lei 6.385/76, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções e de outras normas cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar. (grifou-se)

6. Vê-se que nosso modelo regulatório atribui à CVM jurisdição sobre as legislações de mercado de capitais e societária, apartando-se, nesse particular, do modelo norte-americano que lhe serviu de inspiração, que limita a competência da *Securities and Exchange Commission* às matérias de mercado de capitais^[29]. Nota-se, ainda, nos trechos em destaque as referências ao descumprimento da lei, não do estatuto. Para saber se essa omissão subtrai as normas estatutárias da atuação da CVM é necessário analisar a natureza jurídica dos estatutos sociais e a hierarquia que ocupam na Lei 6.404/76, esta expressamente contida dentro as competências da Comissão.

Competência da CVM e Lei societária

7. O espaço conferido à autonomia das partes para regularem seus interesses no estatuto é bastante amplo na lei 6.404/76. Os limites a essa liberdade são, basicamente, os da própria lei; mas o espaço não ocupado nem protegido pela lei, pode ser preenchido pelo estatuto. As disposições de direito societário são normalmente classificadas em obrigatórias ("mandatory"), permissivas ("enabling") ou de conteúdo mínimo ("default"). No primeiro caso, o sistema é estruturado de forma interventiva, com regras cogentes, impossíveis de serem objeto de acordo privado das partes. O segundo sistema é neutro, contendo apenas disposições sancionadoras que suportam os contratos privados que foram estabelecidos pelas partes. Na última categoria, temos um meio termo de uma estrutura societária que abriga, de um lado, regras obrigatórias fundamentais ao funcionamento do sistema e, de outro lado, no que remanescer, um espaço livre para autonomia das partes^[30].

8. Nossa lei societária é uma mistura desses dois últimos modelos, combinando um conjunto de regras mínimas com disposições permissivas à autonomia privada. Esse traço foi reconhecido pelo então Ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, como um de seus objetivos inspiradores. afirmou o Ministro, na carta encaminhada com a exposição de motivos sobre o projeto de lei:

"c) a modernização da estrutura jurídica da grande empresa não pode ser imposta inopinadamente, mas exige um período mais ou menos longo para ser absorvida por empresários, pelo mercado e pelos investidores; daí o Projeto ter adotado, sempre que possível, a forma de opções abertas à empresa, que as adotará se e quando julgar conveniente (títulos novos, formas de administração, grupamentos de empresas e outros), não obstante as normas de proteção ao minoritário se revestirem de caráter cogente (compartamento e responsabilidade dos administradores, informações ao público, direitos intangíveis dos acionistas e outras)" (grifou-se)

9. A esse regime de "opções abertas" correspondeu um rol estrito de responsabilidades, construído de forma sistemática. Depois de conceituar acionista controlador e atribuir-lhe responsabilidades especiais (art. 116), a Lei 6.404/76 definiu como exercício abusivo de poder de controle o descumprimento dos deveres definidos em lei e no estatuto (art. 117). Ao principal órgão de fiscalização da companhia, o Conselho Fiscal, conferiu a função de fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários (art. 163). Finalmente, impôs uma penalidade para preservar a vida da sociedade dos atos de seus integrantes, conferindo à assembléia geral o poder de suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto (art. 120).

10. Toda responsabilidade é consequência do descumprimento de um dever jurídico. Na Lei 6.404/76, como se viu, as imputações de responsabilidade mencionam, sempre de forma equiparada, a inobservância da lei e do estatuto o que significa que, em nosso sistema, o descumprimento do estatuto social é equiparado à infração à lei — esta, como visto, inserida na competência da CVM. Essa equiparação é a norma geral de direito privado, como se vê na disciplina dos tipos previstos no Código Civil e vem, ainda, reconhecida pela própria Arcelor Brasil em seus estatutos sociais (cf. art. 1º que diz tratar-se de "uma sociedade anônima regida por este Estatuto e pelas disposições legais que lhe forem aplicáveis")

11. Não há dispositivo que indique ser a violação da lei diferente, ou menos grave, que a praticada contra o estatuto. Daí porque, para efeitos da Lei 6.385, quem descumpra o estatuto, comete uma ilegalidade. Contudo que o estatuto esteja livre de vícios de vontade e de validade, deve ser seguido como se segue à lei e punido como à lei se pune^[31]. Eles são o "ato-regra" da companhia, como diz o Professor Comparato^[32]:

"Como tive ocasião de expor alhures 'os estatutos sociais apresentam-se, assim, como um ato-regra, para retomarmos a expressão dos institucionalistas franceses, sem embargo de sua adoção como negócio jurídico de criação da sociedade. Eles representam o papel desempenhado pela constituição política no plano estatal, assinalando as finalidades da instituição, a sua organização e o modo de designação dos respectivos órgãos, o seu funcionamento e os seus poderes. Reconhece-se, pois, nos estatutos sociais, a natureza de direito objetivo, de jus positum no âmbito corporativo, embora de validade sempre dependente da positividade da ordenação estatal, à qual se subordinam'.

Daí porque, tal como a lei o estatuto vale para um número indeterminado de pessoas, e não como, no caso do contrato, apenas para os que nele foram partes; vale, da mesma forma, para um número indeterminado de casos, apenas abstratamente considerados como hipótese de incidência normativa, e não para uma situação de fato concretamente definida"

12. Essa equivalência entre comandos legais e estatutários é tão difundida que, em alguns casos, ambos não são vistos como conceitos diferentes. As teorias societárias modernas enxergam a companhia como um feixe de contratos — uma expressão do conjunto das relações contratuais firmadas entre os acionistas uns com os outros e com terceiros — e não como uma entidade com personalidade jurídica própria e patrimônio separado dos sócios.

13. Por fim, não me parece haver qualquer sentido em distinguir, dentre as disposições estatutárias, "as relacionadas aos comandos previstos em lei ou na regulamentação". Uma distinção como essa, em uma lei de ampla autonomia estatutária como a nossa, além de complexa seria de utilidade duvidosa. Na fase moderna da sociedade por ações a força do estatuto decorre da lei e, a fortiori, também as cláusulas estatutárias dela provêm^[33].

Competência da CVM e Lei de mercado de capitais

14. Aparte o direito societário, a regulação de mercado de capitais também ampara a competência da CVM. As disciplinas societária e de mercado de capitais têm suas interseções, mas também seus ângulos próprios. Embora possa vir a acontecer, a discussão dos autos não envolve confronto entre os bens jurídicos tutelados por tais disciplinas. O direito societário cuida de aspectos imanentes à atividade social, como a relação dos acionistas entre si e para com os demais e o funcionamento dos órgãos sociais. A regulação de mercado de capitais, preocupa-se com o universo mais amplo de investidores de valores mobiliários atuais e potenciais, buscando preservar a eficiência do mercado por meio da tutela da informação.

15. Se no direito societário o estatuto é a lei entre as partes; no mercado de capitais essa lei se transforma em riqueza. Aos olhos dos investidores, as cláusulas estatutárias ganham substância econômica, incorporam-se na cotação dos valores mobiliários e são negociados em mercado secundário. Lei e estatuto são, em regra, elementos fundamentais na formação de preço de qualquer valor mobiliário, mas em nenhum têm tanta importância como para a ação, o mais tradicional deles. Qualquer um que compra uma ação sabe que leva uma fração dos direitos previstos em estatuto àquela classe, e essa percepção contribui para a formação de parcela expressiva do preço. De novo, Comparato ensina^[34]:

"A companhia aparece, sob certos aspectos, como reunião de 'posições acionárias'. Eis porque a doutrina moderna tem sustentado que a ação de sociedade anônima participa da natureza de título de crédito, na medida em que 'incorpora' todos os direitos, deveres e ônus compreendidos na situação jurídica de acionista. O conjunto das relações da companhia com os seus acionistas passa, necessariamente, pelo diafragma acionário. Nenhum pode exercer nenhum direito corporativo no seio da companhia, se não prova a sua qualidade de acionista; e essa qualidade resulta da titularidade de ações".

16. Destaco ainda que nos documentos relativos à Oferta Final arquivados em outras jurisdições a Recorrente mencionou o estatuto social da Arcelor Brasil na passagem em que elevava para 100% o prêmio a ser repartido com os minoritários^[35]. Sob o ponto de vista da tutela do mercado de capitais, essa declaração da Recorrente (sem avançar no mérito) já atrai a jurisdição da CVM, pois não faria sentido que as cláusulas estatutárias surtissem efeitos perante os acionistas e autoridades de outras jurisdições, mas não perante a autoridade onde foram originalmente assumidas.

17. Finalmente, em nenhum dos prospectos das companhias que fizeram emissões em níveis especiais de governança corporativa — e como requisito prévio tiveram que adaptar seus estatutos às cláusulas diferenciadas desses níveis de listagem — houve preocupação em chamar atenção para a alegada falta de poderes da CVM para exercer suas atribuições legais frente às cláusulas estatutárias. Como disse no início, o desenvolvimento recente de nosso mercado de capitais tem suas bases no cumprimento das promessas estatutárias voluntariamente contratadas junto aos órgãos de auto-regulação. Os dois principais pilares exigidos para que esse sistema se mantenha de pé são, justamente, a observância rigorosa dessas promessas estatutárias e a atuação das instituições de auto-regulação e de fiscalização no caso de tais promessas não serem cumpridas. Sem qualquer deles, todo o sistema cai por terra e, por mais essa razão, não haveria como contestar a competência da CVM.

18. Assim, seja por força das matérias previstas na Lei 6.404/76, seja por força do disposto na Lei 6.385/76, a CVM tem competência legal para exercer suas atribuições à luz de cláusulas estatutárias. O que foi escrito no estatuto tem que ser respeitado na prática, sem o que não há relacionamento possível entre acionistas, nem mercado de capitais.

Oferta Pública Obrigatória

19. A primeira controvérsia diz respeito à Seção I do estatuto social da Arcelor Brasil ("Da Alienação de Controle"), mais especificamente, à interpretação correta do art. 10 do estatuto social. Convém transcrever os dispositivos:

"Art. 8º - A alienação a título oneroso de bloco de ações que assegure a um acionista, a um grupo de acionistas sob controle comum ou vinculados por acordo de voto, o poder de controle da Companhia, direta ou indiretamente, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deve ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente do poder de controle obrigue-se a concretizar uma oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante.

§1º - A transferência de ações ou de direitos inerentes às ações da Companhia ou de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, de forma direta ou indireta, entre Pessoas Relacionadas, mesmo que implique na consolidação do poder de controle em apenas um acionista, não constitui alienação do poder de controle,

não dando causa, portanto, à obrigação de realizar oferta pública nos termos do caput deste Artigo. Para fins desta Seção, "Pessoa Relacionada" significa o controlador final da Companhia e as pessoas ou entidades, direta ou indiretamente, sob controle comum de tal controlador.

§2º - O prazo, a documentação e o procedimento da oferta mencionada nesta Seção deverão ser aqueles exigidos pela regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários aplicável a ofertas públicas por alienação de controle que estiver em vigor na data da referida alienação.

Art. 9º - A oferta pública de aquisição de ações a que se refere o caput do Artigo 8º também será exigida quando houver cessão onerosa de direitos de subscrição de ações de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações emitidos pela Companhia, que venha a resultar na alienação de bloco de ações que assegure o poder de controle da Companhia.

Art. 10 - A oferta pública de aquisição de ações a que se refere o Artigo 8º será também exigida caso uma pessoa, que não uma Pessoa Relacionada, adquira o poder de controle da Companhia por meio de aquisição de ações de emissão do acionista controlador final da Companhia. Neste caso, a sociedade objeto da aquisição do poder de controle ficará obrigada a declarar à Bolsa de Valores de São Paulo ("Bovespa") a mudança em seu controle acionário e a sociedade adquirente deste ficará obrigada a declarar à Bovespa o valor atribuído à Companhia nessa alienação." (grifou-se)

20. Para a Recorrente, quando o art. 10 fala em "oferta pública referida no art. 8º", refere-se à oferta de alienação de controle prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76, que também vem citada no art. 9º. Trata-se, assim, da oferta resultante de uma aquisição derivada de controle, sendo que o art. 10 teria tido por finalidade apenas deixar claro que tal oferta seria necessária onde quer que o controlador final esteja localizado, isto é, não importando em que nível societário a alienação de controle viesse a ocorrer, mas sem eliminar a necessidade de que tenha havido uma alienação de controle. Já para as áreas técnicas, o art. 10 disciplinaria uma hipótese nova de OPA obrigatória, diversa da prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76 que, por sua vez, viria refletida, com modificações, nos artigos 8º e 9º do estatuto social.

21. A argumentação da Mittal Steel não me parece aceitável. A Recorrente não apresentou explicação razoável para a existência do art. 10 do estatuto social da Arcelor Brasil. Não é verossímil que a cláusula tenha sido redigida para "deixar claro que não importa onde o controlador final esteja localizado, se a aquisição dessa entidade vier a ocorrer, uma oferta pública será exigida".

22. Não há o que deixar claro neste tópico. Há muito, a cessão de controle indireta ocorrida em holding de controle é considerada alienação de controle para efeitos de oferta pública obrigatória (36). A polêmica, aliás, só fazia real sentido na redação anterior do art. 254 da Lei(37), que não mencionava a alienação indireta e foi logo regulado por um texto que também não aludia a essa possibilidade (Resolução 401/76). Hoje a alienação indireta vem mencionada no art. 254-A e na Instrução 361/02(38). E o estatuto social da Arcelor Brasil, como se viu das passagens acima destacadas, fala em "direta ou indiretamente".

23. Se fosse para repetir a lei não haveria sentido em o art. 10 falar em aquisição de ações. Neste caso, inclusive, a discussão destes autos deveria também alcançar Acesita. Se o art. 10 tratasse apenas de uma oferta derivada, repetindo o que já está na lei, teríamos aqui uma controvérsia sobre a aplicação do art. 254-A e com isso não faria sentido excluir Acesita. Não seria a falta do esclarecimento estatutário quanto à necessidade de OPA que afastaria Acesita do debate, diante do regime legal hoje vigente. Se existe o dispositivo no estatuto da Arcelor Brasil, tem que haver outro sentido, que precisa ser encontrado.

24. Tanto o art. 10 quanto o 9º do estatuto social iniciam-se com "a oferta pública de aquisição de ações a que se refere o art. 8º". Trata-se (como se prova pelo §2º, que remete, quanto ao prazo, documentação e procedimento, à regulamentação da CVM aplicável a ofertas públicas por alienação de controle) da oferta pública de tag along, que, neste caso, deve ser lançada a 100% do preço. Mas os artigos 9º e 10 se referem "à oferta pública do art. 8º" como um resultado que ocorrerá, quando o mais importante é saber o evento que dá causa a esse resultado:

- i. no art. 8º, a causa é "a alienação a título oneroso de bloco de ações que assegure a um acionista, a um grupo de acionistas sob controle comum ou vinculados por acordo de voto, o poder de controle da Companhia, direta ou indiretamente, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas";
- ii. no art. 9º é a "cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações emitidos pela Companhia, que venha a resultar na alienação de bloco de ações que assegure o poder de controle da Companhia"; e
- iii. no art. 10 é quando "uma pessoa, que não uma Pessoa Relacionada, adquira o poder de controle da Companhia por meio de aquisição de ações de emissão do acionista controlador final da Companhia".

25. As hipóteses são próximas às do Regulamento de Listagem do Novo Mercado da Bovespa (39) ("Regulamento do Novo Mercado"), o que condiz com as declarações à imprensa dadas pela Arcelor Brasil pouco antes da reforma estatutária que incluiu os dispositivos(40). O art. 8º combina, com ligeiras alterações, as definições de "Alienação de Controle de Companhia" (41) e "Ações de Controle"(42) com a cláusula 8.1. ("Contratação de Alienação de Controle da Companhia" (43)), todos do Regulamento do Novo Mercado.

26. O art. 9º repete o item 8.1.2 do Regulamento do Novo Mercado que dispõe que "a oferta pública referida no item 8.1 será exigida, ainda: (i) quando houver cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, que venha a resultar na Alienação do Controle da Companhia; ou". Seria de se esperar que o art. 10 seguisse a ordem e reproduzisse o inciso (ii) do Regulamento do Novo Mercado: "(ii) em caso de alienação de controle de sociedade que detenha o Poder de Controle da Companhia, sendo que, neste caso o Acionista Controlador Alienante ficará obrigado a declarar à BOVESPA o valor atribuído à Companhia nessa alienação e anexar documentação que comprove esse valor". O art. 10, no entanto, impõe a oferta pública caso uma pessoa "adquira o poder de controle da Companhia por meio de aquisição de ações de emissão do acionista controlador final da Companhia. Neste caso, a sociedade objeto da aquisição do poder de controle ficará obrigada a declarar à Bolsa de Valores de São Paulo ("Bovespa") a mudança em seu controle acionário e a sociedade adquirente deste ficará obrigada a declarar à Bovespa o valor atribuído à Companhia nessa alienação."

27. À vista dessa redação, dizer que se trata de alienação de controle, quando ali se lê aquisição — quanto mais quando se leva em conta que aquisição é termo de sentido técnico e efeitos práticos relevantes — parece-me forçado. Um descuido na redação seria crível se o artigo tivesse sido desenhado para o estatuto social da Arcelor Brasil, e não quase transposto de um regulamento padronizado, por uma companhia que compara seu estatuto ao do Novo Mercado e em um ponto grande importância prática. Para quase todas as companhias abertas brasileiras essa troca de palavras seria trivial (seria necessário que estivesse sob controle difuso, ou fosse controlada por companhia sob controle difuso para haver conseqüências) mas não para a Arcelor Brasil quando realizou a assembleia geral que aprovou tal modificação, em 21.12.2005.

28. A única interpretação que me parece fazer sentido é a de que o art. 10 previu para a Arcelor Brasil uma OPA — inexistente na atual legislação — para o caso de uma aquisição originária de controle de sua controladora final, conferindo aos acionistas minoritários da companhia brasileira o direito de "retirar-se" pelo mesmo preço oferecido aos acionistas de Arcelor. O fato de se falar em "aquisição de ações de emissão do acionista controlador final da Companhia" indicaria que se pensou mesmo na venda em oferta pública, o que faria sentido na estrutura de capital da Arcelor.

29. Nos países membros da Comunidade Econômica Européia vigora como regra geral, por força da 13ª Diretiva Européia (Thirteenth Directive on Takeovers and Mergers), a oferta de aquisição obrigatória (mandatory bid rule) para compra de percentuais superiores aos determinados pelas legislações nacionais. Essa regra vem apoiada em três justificativas: direito ao tratamento igualitário; direito à divisão do prêmio de controle e direito dos demais acionistas da companhia de poderem, se desejarem, sair de uma companhia onde ocorra uma mudança de controle(44). Nesse sentido, o primeiro princípio geral constante do art. 3º, 1, da 13ª Diretiva Européia "Para efeitos de aplicação da presente directiva, os Estados-Membros asseguram que sejam respeitados os seguintes princípios: a) Todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente; além disso, nos casos em que uma pessoa adquira o controle de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos".

30. Mas sob o ponto de vista de um potencial adquirente, a imposição da oferta obrigatória encarece muito a aquisição, impondo-lhe um ônus financeiro (45). O art. 10 terá tido essa intenção de encarecer por via indireta a compra da Arcelor, utilizando-se para isso de ativos importantes do grupo. Reforçaria a hipótese, no caso concreto, a informação dos prospectos arquivados pela Recorrente em outras jurisdições de que as primeiras idéias sobre algum tipo de cooperação entre Arcelor e Mittal Steel surgiram em outubro de 2005, internamente na Mittal Steel, tendo sido conversadas com a Arcelor entre final de outubro e novembro daquele ano(46).

Aquisição do poder de controle da Arcelor Brasil

31. Esclarecidos esses aspectos, passo a verificar o evento que dá causa à Oferta do art. 10 do estatuto social. Ali se exige a OPA caso uma pessoa "(i) adquira o poder de controle da Companhia por meio de aquisição de ações de emissão (ii) do acionista controlador final da Companhia".

32. Quanto ao ponto (ii), "acionista controlador final da Companhia" só pode referir-se à pessoa jurídica da Arcelor, que já tinha seu capital pulverizado à época em que foi introduzido o art. 10. Nenhum dos acionistas da Arcelor conseguiria, alienando suas ações isoladamente, transferir o controle a terceiros, e, portanto, não existia outro controlador final da Arcelor Brasil, além da Arcelor.

33. Sobre o ponto (i) note-se que o estatuto fala em poder de controle e não em acionista controlador, não me parecendo pertinente recorrer ao conceito de acionista controlador do art. 116 da Lei 6.404/76, como pretende a Recorrente. A CVM discutiu o art. 116 no julgamento do Processo RJ 2005/4069 (reunião de 11.04.2006) de que foi relator o Diretor Pedro Marcilio, de cujo voto transcrevo a seguinte passagem:

"27. Começo pelas conseqüências da inexistência de menção a "acionista controlador". Como se vê do art. 254-A, fala-se apenas em "alienação do controle", mas não se menciona o "acionista controlador" ou se faz referência ao art. 116. O que quer a lei com essa omissão aparente? Ela faz sentido? Essa omissão faz com que a disciplina da oferta pública do art. 254-A afaste-se da disciplina para a responsabilização do "acionista controlador"? Há justificativa para que a regra do art. 116 e 117 dirija-se a destinatários diferentes dos destinatários do art. 254-A?"

28. Analisando ambas as situações, reconheço que esses dispositivos tratam de situações diferenciadas. O art. 116, juntamente com o art. 117, tem por objetivo definir os requisitos para que um acionista seja considerado como acionista controlador e as responsabilidades que um tal acionista assume, caso aja como tal. Por isso, como em tantas outras hipóteses de responsabilidade subjetiva previstas no nosso ordenamento jurídico, juntou-se o poder (titularidade de direitos de voto, prevista na alínea "a") e o agir (alínea "b"), para que se possa imputar a responsabilidade a alguém. Já o art. 254-A tem finalidade muito diferente. Ele pretende conferir a possibilidade de uma "compensação" à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo que os acionistas minoritários alienem suas ações por um preço determinado em lei (que pode ser aumentado pelo estatuto social), quando essa estabilidade for perturbada. O critério eleito pela lei para definir o fim dessa estabilidade do quadro acionário é a "[a] alienação, direta ou indireta, do controle de

companhia aberta".

29. Dada a diferença de função dos dispositivos, creio que a omissão do art. 254-A não pode ser simplesmente tratada como um lapso a ser preenchido por analogia ou mediante integração. Ao contrário, ela deve ser explorada, para ver se conseguimos uma interpretação útil do art. 254-A, respeitando a omissão encontrada"

34. Mais coerente com a linha deste voto seria aplicar o §1º do art. 257 da Lei o que, no entanto nos traz de volta ao problema inicial, pois o dispositivo fala em "ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia".

35. Qual é, afinal, o sentido da expressão "aquisição do poder de controle da Companhia" ?

36. O poder de controle é o poder de decidir, em última instância a atividade empresarial. Em direito societário, a noção de poder de controle está associada à idéia de dominação vertical, que se estabelece de cima para baixo. Quando se trata do poder de controle de uma sociedade sobre outra, a dominação vem de fora, de uma outra estrutura que impõe sua vontade na assembléia da sociedade dominada: "Exercer le controle sur une société, c'est la soumettre à la dépendance d'une centre de décision qui lui est extérieur" .(47)Juridicamente, esse poder vem representado por ações, cuja aquisição equivale à sua transferência.

37. No caso dos autos, dois níveis de controle devem ser distinguidos. O primeiro, é o da Arcelor Brasil, definido de acordo com a legislação brasileira e pertencente à Arcelor que detém 66% de participação. O segundo, é o controle da própria Arcelor, definido de acordo com a Lei de OPA, onde também está a sede da sociedade, e determinado de acordo com a legislação ali vigente(48).

38. Sendo a Arcelor Brasil diretamente controlada pela Arcelor, sociedade Luxemburguesa, a única forma, pela lei brasileira, de adquirir o controle da Arcelor Brasil é adquirindo controle dessa sociedade Luxemburguesa(49). Naturalmente, a definição de poder de controle da Arcelor Brasil cabe à lei brasileira; mas a definição de aquisição de poder de controle da Arcelor — que é pessoa jurídica que domina a Arcelor Brasil — deve ser a da Lei de OPA.

39. A aquisição de ações que dêem, de acordo com a Lei de OPA, o poder de controle da Arcelor, dará também, pela lei brasileira, o controle da Arcelor Brasil (50), pois terá transmitido, indiretamente, o direito ao voto com os 66% de participação pertencentes à Arcelor. Assim, a aquisição do poder de controle deve ter o sentido que lhe for determinado pela legislação que rege o funcionamento da Arcelor, salvo se disso resultar ofensa à soberania nacional, à ordem pública e aos bons costumes (cf. art. 11 da LICC). Feita esta última ressalva, será indiferente que os critérios formulados pela legislação estrangeira sejam diversos dos previstos no Brasil, pois, tratando-se de aquisição de controle, pela legislação de Luxemburgo, o adquirente será detentor de direitos de voto que farão com que sua vontade predomine, inevitavelmente, em Arcelor Brasil.

40. Esse entendimento decorre, em primeiro lugar, da aplicação do art. 11 da Lei de Introdução do Código Civil Brasileiro ("LICC"), segundo o qual "as organizações destinadas a fins de interesse coletivo, como as sociedades e as fundações, obedecem à lei do Estado em que se constituírem". A Arcelor, controladora final da Arcelor Brasil, está organizada sob a legislação de Luxemburgo, não fazendo sentido que se procure definir seu poder de controle pela lei brasileira.

41. Cabe esclarecer que o art. 11 não se confunde com o art. 9º da LICC (" para qualificar e reger as obrigações, aplicar-se-á a lei do país em que se constituírem"). Este último elege o elemento de qualificação em matéria de obrigações e contratos, revelando a opção do legislador brasileiro pela lei do lugar em que a obrigação se constituiu (lex causae). A questão é irrelevante, porém, para o caso dos autos, seja porque a obrigação de realizar a OPA foi constituída no Brasil (já que está assumida no estatuto social de companhia brasileira), seja porque o §2º do art. 8º do estatuto da Arcelor Brasil remete à regulamentação da CVM aplicável a ofertas públicas por alienação de controle no tocante ao prazo, documentação e procedimento.

42. Também seria incorreta a aplicação do art. 8º da LICC (" para qualificar os bens e regular as relações a eles concernentes, aplicar-se-á a lei do país em que estiverem situados "). O poder de controle não é um bem. Essa interpretação teve seus adeptos na doutrina comercialista nacional, mas já se encontra superada, e hoje o controle é visto como poder-função:

"Não nos parece que o problema esteja resolvido com a redução do controle à categoria dos bens jurídicos ou objetos de direito. A comparação com o aviamento não é elucidativa pois, quando nele se fala, tem-se em mente uma particular organização de bens instrumentais para o exercício da atividade empresarial: a aptidão desses bens a produzir lucros. Mas o controle não é um bem da empresa, e, sim, um poder sobre ela. Do seu exercício pode decorrer que a empresa tenha um bom ou mau aviamento, mas o controle não se confunde com esse seu efeito"(51).

43. A aplicação do art. 8º traria, ademais, os mesmos resultados práticos do artigo 11. Visto o poder de controle como um bem, o elemento de qualificação seria o da lei do país em que estiver situado, Brasil, para Arcelor Brasil, e Luxemburgo, para Arcelor.

44. Em segundo lugar, a experiência de direito comparado tem demonstrado que as situações ocorridas no contexto de ofertas de tomada de controle que afetam múltiplas jurisdições nem sempre conseguem ser solucionadas pela aplicação das regras tradicionais de conflito de leis do direito internacional privado. Isso acontece porque a escolha do direito aplicável é um processo neutro, nas situações tradicionais; mas nas situações de direito econômico em geral, e de mercado de capitais em particular, deve levar em conta aspectos ligados à tutela da informação, dos mercados e ao direito dos investidores.

45. A 13ª Diretiva Européia reconheceu e tentou amenizar esse problema por meio de um capítulo especial (artigo 4º, *Autoridade de Supervisão e Direito Aplicável*). De acordo com a Diretiva, o local da sede da companhia alvo da aquisição (*target company*) determinará o direito aplicável às questões societárias surgidas em tomadas de controle. As questões de procedimento, preço, informações e divulgação da oferta devem ser definidas pela lei do Estado da autoridade competente para controlar a OPA, outro conceito técnico também trazido pela Diretiva(52).

46. Esse tema foi objeto de pronunciamento público da autoridade de mercado de capitais de Luxemburgo (*Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF*) em *press release* de 03.02.2006, divulgado logo após o anúncio da Oferta Inicial:

"The legal doctrine has firmly established as jurisdiction criteria the law applying to the market on which the transaction takes place and the law of the company issuing the securities in respect of which the transaction is proposed which is in the present case the target company of the takeover bid. These criteria are now also incorporated in article 4 2) a) of Directive 2004/25/EC of 21 April 2004 on takeover bids. Thus, the applicability of Luxembourg law and the competence of the Luxembourg authorities are clearly established, since both above-mentioned criteria are concurrently fulfilled, without prejudice however, because of the multiple listing of the securities concerned, to the international public interest provisions and other mandatory standards relating to the proper operation of the market of the Member States on whose territory the other markets concerned are located. While the presently intended takeover bid targets a company whose registered office is located in Luxembourg, corporate law aspects that might arise in this case will be exclusively governed by Luxembourg law."

47. Posteriormente, a Lei de nº 86, 19.05.2006 ("Lei de OPA"), que transpôs para o plano interno a 13ª Diretiva Européia, adotou os critérios ali constantes quando ao direito aplicável (53).

48. Por fim, não me parece que se possa falar, a rigor, de uma aplicação pela CVM da Lei de OPA. Parece-me que a CVM apenas reconheceu, no Brasil, os efeitos de um direito regularmente adquirido (cf. §2º, art. 6º, LICC) sob o manto daquela legislação, e só pôde fazê-lo por causa de uma cláusula estatutária. O poder de controle foi adquirido no estrangeiro de forma legítima, em consonância com o critério previsto no art. 11 da LICC e em respeito à soberania nacional, ordem pública e bons costumes. Respeitar os efeitos daí derivados parece-me ser reflexo do respeito à soberania estatal.

Aquisição de poder de controle, segundo a Lei de OPA

49. Manifestando-se contra a aprovação do projeto que viria a se tornar Lei de OPA, a Câmara de Comércio de Luxemburgo observou tratar-se de "une transposition servile et quasiment textuelle de la Directive, sans exploiter les marges de manoeuvre considérables qu'elle a laissées aux législateurs nationaux"(54). Por isso, antes de a examinarmos será útil consultar Diretiva Européia.

50. A 13ª Diretiva define como oferta pública de aquisição (art. 2º, 1, "a", *Definições*) "uma oferta pública (que não pela sociedade visada) feita aos titulares de valores mobiliários de uma sociedade para adquirir a totalidade ou uma parte desses valores mobiliários, independentemente de essa oferta ser obrigatória ou voluntária, na condição de ser subsequente à aquisição do controle da sociedade visada ou ter como objetivo essa aquisição do controle nos termos do direito nacional". Segundo o art. 5º da Diretiva (*Proteção dos acionistas minoritários; oferta obrigatória; preço equitativo*):

"1. Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na seqüência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o nº 1 artigo 1º o que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confirmam directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controle da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os acionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no nº 4"

2. O dever de lançar uma oferta previsto no nº 1 não é aplicável quando o controlo tiver sido adquirido na seqüência de uma oferta voluntária realizada em conformidade com a presente directiva, dirigida a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações.

3. A percentagem de direitos de voto que confere o controlo de uma sociedade, para efeitos do n.º 1 , bem como a fórmula do respectivo cálculo, são determinados pela regulamentação do Estado-Membro em que se situa a sua sede social." .

51. Agora, a Lei de OPA:

"Art. 2. – Définitions

(1) Aux fins de la présente loi, on entend par:

a) «offre publique d'acquisition» ou «offre»: une offre publique (à l'exclusion d'une offre faite par la société visée elle-même) faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, que l'offre soit obligatoire ou volontaire , à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le

droit national;

Art. 5. – Protection des actionnaires minoritaires, offre obligatoire et prix équitable

(1) Lorsqu'une personne physique ou morale obtient, à la suite d'une acquisition faite par elle-même ou par des personnes agissant de concert avec elle, des titres d'une société au sens de l'article 1er, paragraphe (1), qui, additionnés à toutes les participations en ces titres qu'elle détient déjà et à celles des personnes agissant de concert avec elle, lui confèrent directement ou indirectement **un pourcentage déterminé de droits de vote** dans cette société **lui donnant le contrôle de cette société**, cette personne **est obligée de faire une offre** en vue de protéger les actionnaires minoritaires de la société visée. Cette offre est adressée dans les plus brefs délais à tous les détenteurs de ces titres et porte sur la totalité de leurs participations, au prix équitable défini au paragraphe (4).

(2) L'obligation de lancer une offre prévue au paragraphe (1) **n'est plus applicable lorsque le contrôle a été acquis à la suite d'une offre volontaire** faite conformément à la présente loi à **tous** les détenteurs de titres pour la **totalité** de leurs participations.

(3) Le pourcentage de droits de vote **conférant le contrôle aux fins du paragraphe (1)** et son mode de calcul sont fixés par la réglementation de l'Etat membre dans lequel la société visée a son siège social. Pour les sociétés dont le siège social est établi au Luxembourg le pourcentage de droits de vote est fixé à **33 1/3%**. Pour le calcul du pourcentage il est tenu compte de tous les titres de la société à l'exclusion des titres assortis d'un droit de vote uniquement dans des situations particulières."

52. Comparando a Diretiva com a Lei de OPA não se vê qualquer diferença, naquilo que é importante neste caso. A forma de cálculo e o percentual de 33,3% não podem ser consideradas diferenças, pois não constaram da Diretiva.

53. O percentual de aquisição do poder de controle foi um dos grandes focos de negociação durante as discussões da Diretiva. Sua redação original, inspirada no *City Code on Takeover Codes and Mergers*^[55], propunha "uma porcentagem de direitos de voto que não poderá ser fixada acima de 1/3 dos votos existentes na data da aquisição". A redação final, como se viu, deixou o percentual à escolha de cada Estado-Membro, que teria à disposição, basicamente, três critérios: (a) controle majoritário ou de direito (50% + 1); (b) controle presumido (qualquer percentual fixo, abaixo de 50%); ou (c) controle de fato (independente da especificação de um percentual).

55. Ensina a doutrina inglesa — que por força da aplicação do Takeover Code há tempos estuda as matérias só agora incorporadas à legislação europeia — que nos países que adotam o sistema de controle presumido, considera-se reforço de controle a aquisição de percentuais superiores aos necessários para configurar o controle. Assim, presume-se que alguém que já detenha 35% do capital votante seja controlador da companhia e as compras adicionais são consideradas reforço de controle^[56]. Paul Davies comenta a Diretiva Europeia ^[57]:

"A final and important aspect of the ex post impact of the mandatory bid rule should now be noticed. It protects the non-controlling shareholders against anticipated disadvantageous conduct on the part of the new controller of the company, whether or not that control was purchased from an existing controlling shareholder of the company, or was put together as a result of a number of a separate, small purchases on the market or otherwise. In other words, when the mandatory bid rule concentrates on is the acquisition of control, whether or not it is accompanied by a transfer of control from an existing controlling shareholder. Or to put the matter another way, transfers of control from management to bidder are within the scope of the rule, just as transfers of control from existing controlling shareholders are. It might be said that transfers of control from existing controlling shareholders should not be within the rule, because the non-controlling shareholders were subject to a controlling shareholder before the transfer and are still so subject after it, and so their position has not worsened." (grifos no original)

56. Ao fixar o percentual de 33,3% dos direitos de voto, a Lei de OPA adotou o critério de controle presumido, equiparando, para efeitos da realização da OPA, a aquisição do poder de controle à titularidade daquele percentual determinado de ações votantes. Vejam-se os comentários oficiais sobre a Lei:

Comentários do Ministério das Finanças (58): "Au paragraphe (3), comme l'exige la directive, le projet de loi fixe le pourcentage de droits de vote conférant le contrôle aux fins du paragraphe (1). Le Gouvernement a choisi de retenir comme limite un tiers de l'ensemble des titres conférant un droit de vote. Cette limite correspond à l'un des paliers retenus dans la réglementation régissant la transparence des opérations sur titres; elle se situe par ailleurs au niveau le plus communément retenu par la plupart des autres Etats membres. Pour le calcul du pourcentage, il est tenu compte uniquement des titres assortis d'un droit de vote. Sont donc compris les parts bénéficiaires assorties d'un droit de vote mais sont exclues les actions dites sans droit de vote qui retrouvent le droit de vote dans les circonstances prévues par la loi (article 44 (2) et article 46 de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales)."

Discurso do Ministro das Finanças (59): "Troisième règle que je voudrais relever de ce projet de loi c'est la protection des actionnaires minoritaires. La principale mesure de protection pour les actionnaires minoritaires est celle qui impose à toute personne qui acquiert le contrôle d'une société cotée, en venant à détenir un certain pourcentage de titres de cette société, d'offrir aux autres actionnaires les mêmes conditions qui ont été offertes à celui qui vend en premier lieu. Le seuil de contrôle que nous avons fixé à cet égard est de 33 1/3 pourcent. Donc si on acquiert un tiers de la société, alors il faut offrir aux autres actionnaires exactement les mêmes conditions et ce qu'on entend par les mêmes conditions, c'est qu'il faut leur offrir un prix qui correspond au prix le plus élevé payé dans une période allant jusqu'à 12 mois avant la prise de contrôle. Donc tous doivent dans ce cas là être servis de la même manière, si j'ose m'exprimer ainsi, dès qu'on acquiert donc plus de 33,3 pourcent d'une société."

57. O dever de lançar a Oferta não será aplicável, segundo a Diretiva e a Lei de OPA, quando o controle tiver sido adquirido por oferta voluntária dirigida a todos os titulares de valores mobiliários, pela totalidade de sua participação. Afirma a Recorrente que "o artigo 5 como um todo, e em particular a definição de controle somente é aplicável se o 'controle', como definido para aquela propósito, tenha sido atingido por meio da aquisição de ações no mercado e fora dele, excluindo alguém que esteja obtendo ações acima do limite previsto no artigo 5(3) pr meio de uma oferta pública de aquisição de ações. A oferta da Mittal Steel está sendo feita a todos os acionistas da Arcelor e, dessa forma, não estarão satisfeitas as disposições do artigo 5 da Lei de Luxemburgo".

58. O argumento é fraco e, a meu ver, confirma a tese deste voto. Não faria sentido que a lei impusesse uma obrigação mesmo casos em que o resultado que ela busca — o lançamento de uma oferta dirigida a todos os acionistas — é antecipadamente produzido pelo destinatário da obrigação.

A aquisição do poder de controle, pelo critério da lei brasileira

59. Por fim, a OPA seria obrigatória ainda que adotássemos o critério de maioria do capital votante. Nesse sentido, parece-me correto o entendimento dos Acionistas Reclamantes e da PFE, nos termos ali expostos.

60. Os argumentos da Mittal Steel em sentido contrário me parecem equivocados, mas dentre eles dois merecem comentários adicionais. De fato, as participações diretas e indiretas dos antigos acionistas de Arcelor não podem ser unificadas, como se pertencessem a um só indivíduo ou representassem um só interesse. Como lembrou a PFE, isso seria desconsiderar as personalidades jurídicas distintas das pessoas físicas e jurídicas em questão. Levado ao limite, isso nos levaria a classificar como sem controle pré-constituído algumas companhias brasileiras controladas por outras companhias abertas (especialmente bancárias e no setor de telefonia).

61. Para verificação do requisito da maioria do capital votante a CVM tem ido até o último nível societário depois de concretizada a operação em todas as suas etapas. Neste caso, entretanto, a futura fusão ("Fusão Pós-Oferta") não pode ser considerada, para efeitos legais, uma etapa. Ela está prevista da seguinte forma no MOU:

"1. Estrutura da Transação

(c) Fusão Pós-Oferta: **Assim que possível**, quando do término da Oferta Revisada, incluindo qualquer oferta subsequente ou oferta obrigatória de resgate (compulsory buyout), as Partes enviarão seus **melhores esforços** para que a Mittal Steel seja fundida com a Arcelor, utilizando-se uma relação de troca de ação por ação consistente com o valor da Oferta Revisada na data de sua liquidação física e financeira, baseada nos termos da Oferta Revisada mencionados nos parágrafos 1(a)(i) acima (mas, para que não haja dúvidas, não haverá parcela em dinheiro na fusão). (...) A realização da Fusão Pós-Oferta **está sujeita à obtenção**, pelo Acionista Controlador da Mittal Steel, de isenção de realização da oferta obrigatória de aquisição de ações estabelecida no Artigo 5 da Lei de Luxemburgo sobre ofertas de aquisição de controle, de 22 de maio de 2006, por **possivelmente** ultrapassar o limite de 1/3 de participação na Arcelor por meio da fusão da Mittal Steel na Arcelor, o que **não poderá ter sido satisfatoriamente contestado** perante as jurisdições competentes."

62. Suponhamos que todas as condições da Fusão Pós-Oferta estivessem implementadas e que, ao contrário do que se lê acima, (i) tivesse sido obtida a isenção da aplicação da Lei de OPA, (ii) o limite de 1/3 de participação na Arcelor não fosse ultrapassado, (iii) isso não tenha sido satisfatoriamente contestado, e (iv) que o "assim que possível" fosse, por exemplo, daqui a uma semana, seria cabível, neste caso, considerá-la uma etapa da operação, para efeitos de exame da aquisição do poder de controle? A resposta é negativa, do ponto de vista jurídico.

63. Embora as cláusulas de melhores esforços sejam frequentes nos mais variados tipos de contratos, poucas vezes elas foram contestadas judicialmente, e pelas situações em que isso ocorreu não se pode dizer que haja um significado preciso, ou algo mais que princípios gerais de razoabilidade de conduta e de exame da boa-fé das partes no caso concreto^[60]. Essa, por sinal, é uma das marcas da cláusula: é sempre uma questão de contexto, do que seria a conduta razoável naquela circunstância^[61].

64. Outra marca é que os esforços das partes — quais foram, se foram razoáveis, se atingiram o objetivo almejado e, se não atingiram porquê, etc — só podem ser analisados *ex post*. Seria até temerário, do ponto de vista de sua responsabilidade, que a CVM se apoiasse, para fundamentar sua decisão, em uma declaração dessa natureza. Todo esforço é sempre uma tentativa, mas seu resultado só pode ser examinado no futuro, o que basta para comprovar que, por ora, a Fusão Pós-Oferta é apenas uma intenção genérica, não contratada, e de vinculação duvidosa para as partes.

65. Pelas razões acima, meu voto é pela manutenção da decisão da área técnica, para efeitos de manifestar o entendimento da CVM de que:

- i. a CVM tem competência para exercer suas atribuições legais à luz de cláusulas estatutárias, por força dos poderes que lhe são conferidos pela Lei 6.385/76;
- ii. o art. 10 do estatuto social da Arcelor Brasil disciplina uma nova hipótese de oferta pública de aquisição obrigatória, diversa das previstas na legislação brasileira, não se aplicando, pelos fundamentos constantes deste voto, os arts. 116 e 254-A da Lei 6.404/76;
- iii. o poder de controle da Arcelor Brasil deve ser definido de acordo com a lei brasileira e o poder de controle da Arcelor, de acordo com a Lei de OPA, sendo que a aquisição do controle da

Arcelor (de acordo com a Lei de OPA) transfere também o controle da Arcelor Brasil (pela Lei 6.404/76), por força da relação de dominação existente entre elas;

- iv. no art. 10 do estatuto de Arcelor Brasil, acionista controlador final, é a Arcelor e aquisição do poder de controle tem o conceito que lhe é dado pelo art. 5º da Lei de OPA, de conformidade, também, com a 13ª Diretiva Europeia; e
- v. pelo conceito da lei brasileira, teria havido aquisição do poder de controle da Arcelor Brasil, não se podendo examinar previamente, nem podendo considerar-se contratada, e vinculante, para efeitos jurídicos, o compromisso assumido sob regime de melhores esforços.

66. Por fim, determino à SEP que analise os fatos narrados pela Previ na última petição apresentada, segundo a qual um dos pareceres juntados aos autos pela Recorrente teria sido pago pela Arcelor Brasil.

Rio de Janeiro, 25 de setembro de 2006.

Wladimir Castelo Branco Castro

Relator

(1) De acordo com o IAN de 2005, Arcelor detém 65,97% da Arcelor Brasil e 90,66% da Acesita.

(2) Governo de Luxemburgo, 5,4%; Carlos Tassara International detinha 7,5%; família Aristrain 3,4% e província Belga de Wallon 2%. As demais ações e títulos conversíveis representavam cerca de 82% do capital.

(3) De acordo com as informações constantes do prospecto apresentado pela Mittal Steel: *"Mr. Lakshmi Mittal and his wife, Mrs. Usha Mittal, together control Mittal Steel through direct ownership of Mittal Steel class A common shares and through indirect ownership of holding companies that own both Mittal Steel class A common shares and Mittal Steel class B common shares. (...) "As at March 31, 2006, the Controlling Shareholder owned directly and indirectly through holding companies 165,794,790 Mittal Steel class A common shares (approximately 64.92% of the issued and outstanding class) and 457,490,210 Mittal Steel class B common shares (100% of the issued and outstanding class), representing 98.32% of the combined voting interest in Mittal Steel. (...) All of the issued class B common shares can be voted directly or indirectly by Mr. Lakshmi N. Mittal. Accordingly, Mr. Lakshmi N. Mittal has the power to elect the members of the Mittal Steel Board of Directors and to exercise voting control over the Mittal Steel general meeting of shareholders, including matters involving mergers or other business combinations, the acquisition or disposition of assets, issuances of equity and the incurrence of indebtedness. In particular, Mr. Lakshmi N. Mittal has the ability to prevent or cause a change of control of Mittal Steel".*

(4) Com relação à distinção de votos entre as ações, o prospecto afirma: *"The preference and relative rights of the Mittal Steel class A common shares and Mittal Steel class B common shares are substantially identical except for disparity in voting power, conversion rights, and certain special rights of the holders of Mittal Steel class B common shares, such as the right to make binding nominations for the appointment of directors to Mittal Steel's Board of Directors. Holders of Mittal Steel class A common shares are entitled to one vote per share and holders of Mittal Steel class B common shares are currently entitled to ten votes per share on all matters submitted to a vote of shareholders."*

(5) *"the offer values each Arcelor share at €28,21 which represents a 27% premium over the closing price and all time high on Euronext Paris of Arcelor shares on 26 January 2006, a 31% premium over the volume weighted average price in the preceding month, and a 55% premium over the volume weighted average share price in the preceding 12 months"*

(6) Ou 4 ações da Mittal Steel e €40 por cada 5 títulos de dívida conversíveis em ações da Arcelor (Arcelor Convertible Bonds - OCEANES)

(7) *"5. Material agreements or undertakings that could have an impact on the offer (...) 5.2 Obligation to launch a takeover bid for Arcelor Brasil and Acesita If the Offer succeeds, Brazilian law will require Mittal Steel to offer to purchase all of the outstanding voting shares of Arcelor's two Brazilian subsidiaries, Arcelor Brasil and Acesita, not already owned by Arcelor, at a price representing that part of the overall consideration paid for Arcelor, including premium, that is attributable to the two subsidiaries."*

(8) Tradução livre do press release disponível em www.arcelor.com.

(9) *"mandates the Management Board to present to the Board of Directors all actions and options that are in the best interests of all stakeholders."*

(10) Bélgica, Luxemburgo, Espanha, França, e Estados Unidos.

(11) Ou 1 ação da Mittal Steel e €12,12 por cada título de dívida conversível em ações da Arcelor.

(12) A saber: unificação das classes de ações, com eliminação do voto plural das ações de classe B da Mittal Steel e dos privilégios relativamente à eleição dos Conselheiros de Administração; Composição do Conselho de Administração, que passaria a ser formado, majoritariamente, por pessoas independentes; unificação dos prazos de mandato dos Conselheiros de Administração para três anos; Diretoria, sede da companhia, que seria localizada em Luxemburgo; e estrutura de participações da Família Mittal que, após a conclusão da oferta, e supondo 100% de aceitação, seria de cerca de 45% dos direitos de voto.

(13) Cf. press release disponível em www.arcelor.com.

(14) Cf. press release disponível em www.arcelor.com, tradução livre.

(15) Ou 13 ações da Mittal Steel e €188,42 por cada 12 títulos de dívida conversíveis em ações da Arcelor.

(16) A saber: unificação das classes de ações, com eliminação do voto plural das ações de classe B da Mittal Steel e dos privilégios relativamente à eleição dos Conselheiros de Administração; Composição do Conselho de Administração, que passaria a ser formado, majoritariamente, por pessoas independentes; unificação dos prazos de mandato dos Conselheiros de Administração para três anos; Diretoria, sede da companhia, que seria localizada em Luxemburgo; e estrutura de participações da Família Mittal que, após a conclusão da oferta, e supondo 100% de aceitação, seria de cerca de 45% dos direitos de voto.

(17) *"1. Fusão entre iguais (...) (c) Fusão Pós-Oferta: Assim que possível, quando do término da Oferta Final, incluindo qualquer oferta subsequente ou oferta obrigatória de resgate (compulsory buyout), as Partes envidarão seus melhores esforços para que a Mittal Steel seja fundida com a Arcelor, utilizando-se uma relação de troca de ação por ação consistente com o valor da Oferta Final na data de sua liquidação física e financeira, baseada nos termos da Oferta Final mencionados nos parágrafos 1(a)(i) acima (mas, para que não haja dúvidas, não haverá parcela em dinheiro na fusão). A fusão será efetivada da maneira mais eficiente possível, inclusive do ponto de vista fiscal. A Arcelor continuará a ser constituída, domiciliada e sediada em Luxemburgo. A realização da Fusão Pós-Oferta está sujeita à obtenção, pelo Acionista Controlador da Mittal Steel, de isenção de realização da oferta obrigatória de aquisição de ações estabelecida no Artigo 5 da Lei de Luxemburgo sobre ofertas de aquisição de controle, de 22 de maio de 2006, por possivelmente ultrapassar o limite de 1/3 de participação na Arcelor por meio da fusão da Mittal Steel na Arcelor, o que não poderá ter sido satisfatoriamente contestado perante as jurisdições competentes."*

(18) Cf. press release disponível em www.mittalsteel.com.

(19) Adicionalmente, e considerando-se o eventual impacto dessa informação em outras jurisdições, a CVM enviou às autoridades reguladoras envolvidas correspondência informando-as dos acontecimentos.

(20) *Art. 10 - A oferta pública de aquisição de ações a que se refere o Artigo 8º será também exigida caso uma pessoa, que não uma Pessoa Relacionada, adquira o poder de controle da Companhia por meio de aquisição de ações de emissão do acionista controlador final da Companhia. Neste caso, a sociedade objeto da aquisição do poder de controle ficará obrigada a declarar à Bolsa de Valores de São Paulo ("Bovespa") a mudança em seu controle acionário e a sociedade adquirente deste ficará obrigada a declarar à Bovespa o valor atribuído à Companhia nessa alienação.*

(21) Definido como *"o acionista controlador final da Companhia e as pessoas ou entidades, direta e indiretamente, sob controle comum de tal controlador"*.

(22) *"Art. 112. Nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem"*.

(23) Média de 15,37% sobre a cotação de 23.06.2006, independente da forma de aceitação da alternativa de preço escolhida na oferta.

(24) Processo CVM RJ nº 2003/12770, que tratou da incorporação de ações da Tele Centro-Oeste Celular Participações S.A. pela Telesp Celular Participações S.A.

(25) Como os Acionistas Reclamantes se referem à Arcelor, de acordo com a denominação utilizada neste voto.

(26) Após a Oferta Final, os anteriores acionistas de Arcelor passaram a deter 48,28% do capital da Mittal Steel, participação esta, por seu turno, elevada para 48,80% após o período de extensão do prazo de aceitação da Oferta Final (*subsequent offering period*).

(27) Mesmo antes do Novo Mercado, Ideiasnet e Saraiva já faziam uso de seus estatutos sociais para oferecer aos seus acionistas vantagens superiores às previstas na Lei 6.404/76. De 2004 até 2006, as empresas integrantes dos níveis especiais de listagem emitiram, em conjunto, mais de R\$ 40 bilhões de reais, representando, segundo Boletim Informativo do Novo Mercado nº 88, de julho de 2006, cerca de 55,60% da capitalização de mercado da Bolsa de Valores de São Paulo.

(28) Além de prevista na relação de obrigações que devem ser assumidas pelas companhias que desejarem listar-se nos Níveis 1 e 2 de governança corporativa da Bovespa e no Novo Mercado, a importância dessa prática de governança corporativa pode ser mensurada pelo ITAG ("Índice de Tag Along") formado apenas por empresas que concedam voluntariamente, em casos não obrigatórios por Lei, o tag along aos seus acionistas. A metodologia de seleção de empresas para compor o índice poderia ser passível de crítica em razão deste fato, dado que não são quaisquer empresas elegíveis para composição do índice, mas apenas aquelas que desejassem, espontaneamente, conceder direitos adicionais a seus acionistas.

(29) Nos Estados Unidos, a legislação de mercado de capitais é de nível federal, representada pelos Securities Act de 1933 e Securities and Exchange Act de 1934, ao passo que a societária é

deixada à disciplina dos Estados. A linha divisória entre as matérias de competência estadual e federal foi se tornando menos precisa ao longo de sucessivas reformas legislativas, culminando com a Lei Sarbanes-Oxley, promulgada em 2002, que transferiu parcelas importantes das atribuições estaduais para a competência da SEC.

(30) "As a general matter, corporate law statutes do not expressly state whether a provision in a corporate law statute is mandatory, enabling or default. This task is left to the good faith of and interpretation by the contracting parties and the judiciary. Also, in the case of default rules, corporate law statutes generally do not provide whether or not the opting out must be express (oral or written) or implied by a course of dealing. This matter is left to judges to determine depending on the facts of any particular case. While it can be posited that the more central the right being opted out of (i.e. the oppression action or rights to information about the corporation), the more likely that courts will find that the opting out must be express and in writing. However, it would be worthwhile to categorize, for the benefit of corporate law statute users, which provisions are mandatory and which are default." Puri, Poonam. *The Hallmarks of Good Corporate Law: A Performance Evaluation of the Canadian Business Corporations Act*. Janeiro, 2004.

(31) Tanto a interpretação das cláusulas estatutárias quanto a análise de sua validade contém, entretanto, peculiaridades.

(32) "Da imprescritibilidade da ação direta de nulidade de norma estatutária", in *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 221 e 222.

(33) A denominação é de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, in *A Lei das S.A. - Pressupostos, Elaboração, Modificações*, volume I. Forense: Rio de Janeiro, 3ª ed., p. 108. Antes, houve as fases das companhias privilegiadas (constituídas por alvará) e da licença administrativa (cuja constituição deveria ser autorizada por decreto imperial).

(34) Eleição de diretores em companhia aberta. Validade e eficácia de reuniões do conselho de administração de sociedade anônima. Quorum deliberativo em assembléias gerais de companhia aberta. In *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 193.

(35) Consulte-se, por todos, o capítulo 3.9 (*Required purchase of minority shareholdings in Arcelor Brasil S.A. and Acesita S.A., Arcelor's two Brazilian subsidiaries*) do *Information Document* que acompanhou o prospecto apresentado em Luxemburgo (jurisdição que centralizou os procedimentos relativos à oferta), na versão que já refletia os termos melhorados da oferta.

(36) Cf. parecer da Superintendência Jurídica da CVM publicado na Revista da CVM 1, pp. 29-40, jan/abr, 1983, onde se utilizam as teorias da desconsideração da personalidade jurídica e do abuso do direito. Nessa mesma revista, (pp. 41 - 45), a SEP fixa critérios "para determinação de preço para oferta pública em alienações indiretas de controle". A partir de então, o mercado brasileiro assistiu a inúmeras OPAs lançadas por alienação indireta de controle.

(37) "Art. 254. A alienação do controle de companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários".

(38) Os problemas de preço emergentes da alienação de controle indireta ¼ mas não a possibilidade de alienação de controle indireta em si ¾ também foram um dos pontos que a CVM destacou na minuta do que viria a se tornar a Instrução 361/02, e que foi submetida à audiência pública, e que foi amplamente comentada pelo mercado.

(39) <http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>.

(40) "Com a união dos papéis em ordinárias da Arcelor Brasil, a companhia mudará de estatuto, assumindo mais responsabilidades de governança corporativa. O "free float" (porcentual das ações negociadas no mercado aberto) dessa empresa deverá ficar em torno de 34%, disse com exclusividade ao Valor o diretor financeiro e de relações com investidores da CST e, futuramente, da Arcelor Brasil, Leonardo Horta. **A empresa deverá entrar no Nível 1 da Bovespa, atendendo todos os quesitos para ser inserida no Novo Mercado, exceto pela adoção da arbitragem como meio de solução de conflitos jurídicos.** Entre as garantias oferecidas estarão 100% de "tag along" (direito dos minoritários receberem o mesmo valor pago ao controlador em caso de venda da empresa) e 100% das ações serão ordinárias. "Além disso, adequaremos a unidade negociada para girar em um preço entre R\$ 10,00 e R\$ 30,00, como recomenda a Bovespa." Horta diz ainda que, pelo fato de a CST fazer parte do Ibovespa e a Belgo passar a incorporar esse papel, ele espera que a ação da nova empresa seja, de cara, incluída no índice". (grifou-se) "Belgo incorpora ação da CST e aumenta direitos a minoritários", *Valor Econômico*, 05.10.2005.

(41) "Alienação de Controle da Companhia" significa a transferência a terceiro, a título oneroso, das Ações de Controle.

(42) "Ações de Controle" significa o bloco de ações que assegura, de forma direta ou indireta, ao(s) seu(s) titular(es), o exercício individual e/ou compartilhado do Poder de Controle da Companhia.

(43) 8.1 *Contratação da Alienação de Controle da Companhia.* A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obriga a efetivar oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.

(44) A classificação é de Rolf Skog in "Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis", *Amsterdã*, 1997, disponível para consulta em <http://www.suerf.org/download/studies/study2.pdf#search=%22%22protect%20minority%20shareholders%22%22although%20the%20stock%20market%22%20european%20commission%22%22>. Skog ainda esclarece: "A change in control naturally does not prevent unhappy shareholders from selling their shares on the market, but, in this context, the opportunities of doing so are felt to be less than satisfactory: 'Although the stock market may serve as a means for some shareholders to realise their shareholding, if any significant numbers sought to do so, they would clearly not be able to sell their shares without causing the market price to fall and in any event, unless the purchaser is prepared to buy further shares in the market, there will in most cases not be other buyers of significant numbers of shares for the very reason that the company is under the effective control of the bidder.'"

(45) "If we start with the first question and look at it from the standpoint of a potential acquirer, obviously a mandatory bid rule could raise the cost of gradually building up a controlling interest or directly acquiring one, and in some cases make it impossible. In addition to the premium that the acquirer normally would be prepared to pay for a controlling interest in a situation where there were no mandatory bids, he must add the cost of having to offer other shareholders a corresponding premium for the remaining shares in the company as well as the greater risk inherent in a more concentrated shareholding. Even if the acquirer finds that he can bear these costs, the acquisition of the controlling interest will be more expensive than otherwise would have been the case. If he finds the costs too high, he won't make the acquisition. Schans Christensen accurately describes Denmark's mandatory bid rule: 'Rule 7 forces the acquirer to undertake to purchase shares that he, on the basis of his own personal financial interests, otherwise would not wish to. Of course, the potential acquirer can refrain from buying the shares, but thereby also pass up the opportunity to acquire a business he saw a benefit in owning.' A similar argument is presented by a number of other authors." Rolf Skog, op. cit, p. 19.

(46) Prospecto arquivado junto à SEC: "Background of the Offer; Prior Contacts: In late October 2005, Mr. Aditya Mittal, President and Chief Financial Officer of Mittal Steel, proposed the concept of a merger between Arcelor and Mittal Steel to Mr. Lakshmi Mittal, Chairman and Chief Executive Officer of Mittal Steel, and others at Mittal Steel. In the course of late October and November 2005, Mr. Aditya Mittal had a couple of brief conversations with Mr. Alain Davezac, an Arcelor executive, regarding possible areas of cooperation. During the 3rd Steel Success Strategies Europe Conference, which took place from November 27 to 29, 2005 in London, Mr. Aditya Mittal suggested to Mr. Davezac that a meeting be arranged between Mr. Guy Dollé, President of the Management Board and Chief Executive Officer of Arcelor, and Mr. Lakshmi Mittal."

(47) *Le Droit des Groupes de Sociétés*, Dalloz, 1991, Jean Paillusseau (org.), p. 48

(48) Há assuntos cuja apreciação não pode ser transferida a outras jurisdições, mesmo no caso de sistemas que adotem a chamada cláusula da livre escolha, pela qual a sociedade tem o direito de escolher a jurisdição sob cuja lei deseja ver seus conflitos resolvidos. Por exemplo, a Convenção Européia sobre o Mútuo Reconhecimento de Companhias e Tipos Societários (*Convention on the Mutual Recognition of Companies and Bodies Corporate*), de fevereiro de 1968, dispõe que o local onde a companhia se constituir será competente para apreciar matérias relativas à validade da constituição, nulidade ou dissolução da entidade, assim como à validade ou nulidade das decisões de seus órgãos. O tema da nacionalidade das pessoas jurídicas, entretanto, nunca foi resolvido de maneira definitiva no âmbito da Comunidade Européia, e com frequência é objeto de disputas judiciais.

(49) Sem entrar no mérito das estruturas societárias possíveis.

(50) Mesmo que não queira, para efeitos de uma OPA, embora não para efeitos das responsabilidades que recaem sobre o acionista controlador.

(51) Fábio Konder Comparato, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 2ª ed. rev. e at. São Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 1977, p. 84. Mais adiante, Comparato prossegue (p. 99): "Aliás, a noção de propriedade, aplicada aos bens empresariais, tem sido criticada. Um empresário pode trabalhar em prédios alheios e com maquinaria alienada fiduciariamente, sem que isto quebre a unidade do estabelecimento. Daí porque uma parte da doutrina prefere falar em titularidade do estabelecimento e não em propriedade. Com maioria de razão, 'propriedade da empresa' é expressão defeituosa, pois a empresa não compreende penas bens, mas também homens."

(52) Para uma análise aprofundada, consulte-se "The Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive", Mathias M. Siems, in *European Company and Financial Law Review*, 2004, pp. 458-476.

(53) Cf., Circulaire CSSF 06/258, de 18.08.2006: "La Loi OPA précise que pour les questions relatives à l'information qui doit être fournie au personnel de la société visée et les questions relevant du droit des sociétés, notamment le pourcentage de droits de vote qui donne le contrôle et les dérogations à l'obligation de lancer une offre, ainsi que les conditions dans lesquelles l'organe d'administration ou de direction de la société visée peut entreprendre une action susceptible de faire échouer l'offre, les règles applicables et l'autorité compétente sont celles de l'Etat membre dans lequel la société visée a son siège social. (...) Il s'ensuit que, dans les trois cas de figure visés aux sous-paragraphes (i), (ii) et (iii) cidessus, les règles relatives aux OPA (c'est-à-dire les questions touchant à la contrepartie offerte en cas d'offre, en particulier au prix, et les questions ayant trait à la procédure d'offre, notamment aux informations sur la décision prise par l'offrant de faire une offre, au contenu du document d'offre et à la divulgation de l'offre) sont traitées conformément aux règles de l'Etat membre de l'autorité compétente pour le contrôle d'une OPA, alors que les questions concernant notamment le droit des sociétés et celles qui en découlent, relèvent exclusivement de la législation du siège social de la société visée." Disponível em www.cssf.lu, acesso em 19.09.2006.

(54) Disponível para consulta em <http://www.cc.lu/docdownload.php?id=577>, acesso em 19.09.06.

(55) "Control means an interest, or interests, in a holding, or aggregate holdings, of shares carrying in aggregate 30% or more of the voting rights (as defined below) of a company, irrespective of whether such interest or interests give the holding or holdings gives de facto control." O *Takeover Code* exerceu grande influência no texto final da 13ª Diretiva Européia.

(56) Nesse sentido, o *Takeover Code* permitia, no passado, que o controle fosse reforçado em até 2% ao ano. Essa permissão foi recentemente revogada e hoje o *Takeover Panel* decide

discricionariamente os pedido de dispensa de OPA apresentados.

(57) "The notion of Equality in European Take-Over Regulation".

(58) http://www.gouvernement.lu/salle_presse/actualite/2006/02/07/rieden_opa/Projet_de_loi_OPA1.pdf, acesso em 19.09.2006

(59) http://www.fi.etat.lu/opa_extraits_conference_presse_7_2_2006.pdf#search=%22%22Ministre%20du%20Tr%C3%AAsor%20et%20du%20Budget%22%20Luxembourg%20OPA%22, acesso em 19.09.2006

(60) Cf. E. Allan Farnsworth, "Trying to Keep One's Promises: The Duty of Best Efforts in Contract Law", in University of Pittsburgh Law Review 46, pp. 7/13, 1984.

(61) "*Best-effort clause necessarily takes its meaning from the circumstances*" Perma Research & Development v. Singer Co. (308 F.Supp. 743, 748 N.Y. 1970).