

**Declaração de Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade**

1. Estou de pleno acordo com o voto da Relatora, mas gostaria de fazer as seguintes observações.

**Preço da oferta em alienações indiretas de controle**

2. Em ofertas decorrentes de alienação indireta de controle, que existem no Brasil, como regra, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76 ("Lei das S.A."), e no caso concreto incide por força do estatuto da companhia, o ofertante, o intermediário, o mercado e a CVM se vêem obrigados a enfrentar a delicada questão da apuração da parcela do preço pago pelas ações da controladora que corresponde às ações da companhia cujo controle foi indiretamente alienado.

**Demonstração justificada do preço**

3. Por conta disso, a Instrução CVM 361/02, em seu art. 29, § 6º, estabeleceu, em tais casos, a obrigação do ofertante de "*submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/76, correspondente à alienação do controle da companhia objeto*" (grifou-se).

**Regra geral: prevalência do preço contratado**

4. Como regra geral, deve prevalecer o entendimento de que a *demonstração* a que se refere a Instrução será considerada *justificada* se estiver baseada em documento que revele o preço que tenha sido contratualmente estabelecido entre comprador e vendedor, como correspondente às ações da controlada indireta, o qual deve ser respeitado, adotando-se tal valor como preço da oferta pelas ações da companhia controlada indiretamente. Essa é a mesma regra geral que incide quanto ao preço da aquisição nos casos de alienação direta de controle, e não existe razão para não respeitar a vontade das partes na alienação indireta, como na direta se respeita.

**Parcelas de preço ocultas**

5. Tanto em aquisições diretas quanto indiretas de controle essa regra geral pode, evidentemente, ser burlada por prática ilegal, ou fraudulenta, de elaboração e apresentação, pelas partes, de contrato de que conste um preço menor que o efetivo, visando a diminuir o valor da oferta subsequente. Em se tratando de alienação indireta, o vendedor normalmente seria compensado pela alocação de parte maior do preço na parcela por ele detida na controladora. Também mecanismos outros, como, por exemplo, a assunção de dívidas do vendedor, podem ser utilizados para camuflar parcela do preço, tanto em ofertas por alienação indireta como direta.

**Inclusão no preço, pela CVM, da parcela oculta comprovada**

6. Tais hipóteses, como todas as hipóteses de fraude, devem ser tratadas como exceção, e por meio próprio: havendo evidência documental do pagamento de parcela suplementar de preço, como ocorre na hipótese da assunção de dívida do vendedor pelo comprador, tal parcela oculta deve ser desde logo incluída no preço pela CVM, quando da análise do pedido de registro da oferta.

**Registro da oferta nos demais casos, ressalvada a investigação posterior**

7. Caso, entretanto, existam apenas indícios de que o preço seja significativamente inferior ao que seria normal ou razoável, segundo os critérios normalmente utilizados e aplicáveis em negócios similares, o processo de registro da oferta deve seguir seu curso normal, aceitando-se o preço documentalmente comprovado, e em paralelo dando-se início a processo de investigação, que poderá redundar, uma vez comprovada a fraude, em processo administrativo sancionador, e nas conseqüentes ações civis de indenização pelos destinatários da oferta.

**Atuação da CVM na ausência de menção à parcela do preço no contrato**

8. Pode ocorrer, contudo, que as partes não estabeleçam contratualmente esse valor, de forma explícita. Esse caminho da omissão certamente sujeitará o ofertante, o intermediário e os destinatários da oferta a significativo aumento das incertezas e riscos no processo de registro da oferta, pois a CVM deverá buscar evidências que lhe permitam considerar *justificada a demonstração* de preço proporcional, que tenha sido feita pelo ofertante para atender a Instrução 361/02.

**Meios de obtenção da informação adequada, e responsabilidade administrativa por omissão dolosa**

9. Para tanto a CVM poderá obter depoimentos de vendedor e comprador, de intermediários, e utilizar-se de outros meios, sempre no curso do processo de registro da oferta, com evidente prejuízo para o interesse do mercado na rápida solução do processo. Se houver indícios de que essa omissão na contratação expressa, ou na justificação adequada posterior, se deu com o objetivo de retardar o registro da oferta, ou dificultar a atuação da CVM, certamente será instaurado processo de investigação o qual, uma vez confirmadas as suspeitas, poderá redundar em sanção aos envolvidos, inclusive os intermediários da oferta.

**Ilegalidade de conduta passiva da CVM**

10. A alternativa a essa postura *ativa* da CVM seria a de que ela considerasse justificada qualquer demonstração do preço implicitamente ajustado pelas partes, feita pelo ofertante. A CVM aceitaria pura e simplesmente uma declaração unilateral posterior, do ofertante, quanto à parcela do preço da aquisição da controladora que, segundo ele, correspondera às ações da controlada, desacompanhada de prova. Essa alternativa teria a vantagem de afastar a incerteza sobre o processo, mas muito provavelmente seria considerada como violadora de algumas regras legais, como a do § 2º do art. 254 da Lei das S.A. (segundo a qual a CVM "*autorizará a alienação do controle ... desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais*") e as de alguns dos incisos do art. 4º da Lei 6.385/76, que estabelece a finalidade da atuação da CVM.

**Norma expressa da Instrução 361 quanto aos deveres do ofertante e da CVM**

11. De toda maneira, essa discussão somente teria cabimento antes da edição da Instrução 361/02, ou em processo de sua revisão, pois os termos do § 6º de seu art. 29 deixam muito clara a conduta esperada do ofertante e, portanto, o dever da CVM de verificar se ela foi adotada. A Instrução, como dito, fala em *demonstração justificada* do preço que corresponda, na aquisição direta, à companhia indiretamente adquirida. Já seria bastante que a Instrução falasse em *demonstração* (e não, por exemplo, em *declaração*), para afastar-se qualquer dúvida quanto à necessidade de um documento capaz de convencer (*demonstrar*) que a parcela do preço correspondente à controlada é aquela afirmada pelo

ofertante. Mas a Instrução fez mais, foi quase pleonástica, ao falar em *demonstração justificada*, exigindo que seja demonstrado à CVM, com justificativa aceitável — como é o contrato entre as partes, quando houver —, que o preço da aquisição indireta é o indicado pelo ofertante.

#### **Aquisição originária de controle e oferta pública por aquisição indireta**

12. Mas a Instrução 361/02 não previu a ocorrência um caso como o discutido neste processo, qual seja, o de que a realização da oferta pode decorrer não de uma *alienação* de controle mas da sua *aquisição* por meio de uma oferta pública hostil. Essa hipótese, de oferta decorrente de aquisição, e não de alienação do controle, não está prevista na lei brasileira, como foi longamente exposto no voto do Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, quando da decisão sobre a obrigação de realização da oferta de que aqui se trata. A aquisição originária do controle até então disperso entre milhares de acionistas não faz incidir a regra do art. 254-A. Tal oferta só ocorre, como no caso concreto, porque o estatuto da companhia controlada expressamente assim o estabelece.

#### **Dificuldades para a demonstração da parcela do preço da aquisição indireta em aquisição originária de controle**

13. Tratando-se de uma oferta de aquisição de controle até então disperso (ou, mais corretamente, inexistente, no nível dos acionistas), não há contrato de compra e venda entre o comprador e os milhares de vendedores, mas sim aceitação de uma oferta pública pelas ações da controladora. Não há, por isso, a princípio, lugar para a negociação da parcela do preço das ações da controladora que corresponda às ações da companhia controlada que será indiretamente adquirida. E isto até mesmo porque, como a obrigação de realizar a oferta é do comprador, a princípio os vendedores não têm sequer interesse nessa informação para tomar sua decisão de aceitar a oferta, pois o risco do pagamento do preço da oferta subsequente, aos acionistas da companhia controlada, é do ofertante-comprador.

#### **Importância adicional da informação sobre a parcela da aquisição indireta em certos casos de aquisição originária de controle**

14. Em casos, contudo, como o ora analisado, em que a aquisição se dá total ou parcialmente com emissão de ações do comprador, em troca de ações da companhia vendida de propriedade do vendedor, ou em que a aquisição é sucedida por uma reorganização societária, com incorporação ou fusão de vendedor e comprador, os vendedores, ou destinatários da oferta de aquisição do controle, terão todo o interesse na informação sobre a quem caberá arcar com os ônus da oferta pela aquisição indireta, e portanto sobre qual é a parcela do preço correspondente à controlada. Tal parcela é que determinará o preço da oferta pela aquisição indireta a ser formulada aos acionistas da controlada, e, portanto, determinará o custo com o qual potencialmente os vendedores terão que arcar, se aceitarem a oferta e passarem a ser sócios da compradora-ofertante.

#### **Incentivo para a informação sobre a parcela da aquisição indireta em certos casos de aquisição originária de controle**

15. Nesses casos, até mesmo para proteção contra futuras demandas dos acionistas vendedores, o comprador certamente fará constar do prospecto ou edital da oferta de compra a informação quanto à obrigação de realizar a oferta, ou ao risco de vir a ser obrigado a fazê-lo, se tiver dúvida quanto a isso — como ocorreu no caso concreto —, e quanto ao valor que poderá vir a ser obrigado a pagar. Nesses casos, portanto, também haverá um grande incentivo para o comprador deixar desde logo explícito, em sua oferta para aquisição do controle, o quanto de sua proposta corresponde à companhia aberta controlada, pois com o fornecimento dessa informação permitirá uma tomada de decisão adequada pelos vendedores, e se prevenirá de qualquer responsabilidade no futuro.

#### **Omissão do prospecto da oferta originária, no caso concreto**

16. No caso concreto, contudo, embora o risco quanto à obrigação de realizar a oferta estivesse explicitado, aquele incentivo não foi suficiente para que também a parcela do preço que correspondia à Arcelor Brasil, que balizaria a eventual oferta subsequente, fosse desde logo explicitado no prospecto da oferta da Mittal pelas ações da Arcelor. No prospecto, afirmou-se o princípio de que o preço seria calculado como parte do preço total de aquisição que fosse justo atribuir à companhia brasileira, incluindo prêmio de controle ("*part of the overall acquisition consideration, including premium that is fairly attributable to the Brazilian Companies*").

#### **Referência a determinação do preço por avaliador independente e à possibilidade de revisão judicial**

17. No entanto, o mesmo prospecto asseverou que esse cálculo seria realizado por um avaliador independente a ser contratado pela ofertante, sujeito a revisão judicial por parte dos acionistas minoritários da companhia brasileira ("*The determination of the price for Arcelor Brasil and Acesita will be made by an independent expert designated by the company and is subject to judicial review at the request of the minorities shareholders*").

#### **Equívoco das referências a preço justo e a revisão exclusivamente judicial**

18. É verdade que essa menção exclusiva à possibilidade de revisão judicial (até porque antecedida de uma referência ao poder da CVM de determinar a realização da oferta), poderia induzir ao erro de se imaginar que a CVM não teria poderes de análise do preço que lhe fosse apresentado por meio da *declaração justificada* de que trata a Instrução 361/02 — que já vigorava há muito, e a ofertante não poderia desconhecer. Também parece infeliz a referência do prospecto a uma opinião especializada, que teria o condão de estabelecer um preço *justo* para a oferta — em possível confusão de uma oferta para cancelamento de registro, de que trata o art. 4º da Lei das S.A. Surpreende, ainda, que o prospecto sempre se referisse à possibilidade de realizar a oferta como decorrente exclusivamente da lei, não alertando para a cláusula expressa do estatuto da Arcelor Brasil, e suas nuances em relação à lei. Mas também é verdade que o prospecto alertava para a possibilidade de o preço da oferta ser maior do que o esperado ("*which may be higher than expected*").

#### **Inexistência de precedentes similares e conduta da ofertante**

19. Contudo, do ponto de vista do que interessa a este processo, e às condutas posteriores da CVM quanto às partes envolvidas, antes de atribuir a falta de precisão do prospecto a uma intenção de burla das regras da CVM, ou de dificultar seu trabalho, parece mais razoável considerar que ele foi elaborado em um cenário de completa inexistência de precedente de aplicação da Instrução 361/02 (e mesmo do revogado art. 254 da Lei 6.404/76) a casos em que a obrigação de realizar a oferta decorra de uma aquisição indireta realizada através de oferta pública aos acionistas dispersos da controladora.
20. Em outras palavras: é perfeitamente crível que a ofertante não soubesse que a *demonstração justificada* do preço da oferta brasileira eventual, exigida pela Instrução 361/02, ficaria muitíssimo facilitada se houvesse uma declaração prévia, na oferta de aquisição do controle, quanto à parcela do preço que se referia à companhia controlada brasileira. E, portanto, é perfeitamente crível — embora não necessariamente verdadeiro — que essa informação não tenha sido prestada simplesmente porque não se imaginou que ela seria necessária.

#### **A demonstração do preço efetuada no caso concreto**

21. Após discutir administrativamente a obrigação de realizar a oferta, a ofertante, ao longo do processo de registro da oferta, apresentou alguns

documentos para tentar realizar a *demonstração justificada* de que a parcela do preço que pagou pelas ações da controladora, correspondente às ações da controlada brasileira por ela detidas, fora calculada, quando da realização da oferta, utilizando-se múltiplos de EBITDA. Ou, para ser mais fiel, a ofertante, embora sustentando que não fez esse cálculo apartado do quanto valeria a controlada brasileira, buscou demonstrar qual seria o preço implícito da controlada brasileira aplicando-se o mesmo método de múltiplos de EBITDA que teria utilizado para a realização da oferta pelas ações da controladora.

#### **Decisão da SRE**

22. A SRE, ao final da análise, entendeu que a *demonstração* de que o preço da oferta pela controladora baseara-se no método de múltiplos de EBITDA não fora feita de maneira *justificada*. Por isso, entendeu que o preço da oferta deveria ser calculado pela comparação dos preços de mercado da companhia controladora e da controlada, ambas negociadas com grande liquidez em mercados regulados. Segundo a SRE, a proporção entre tais preços de mercado é que deveria, à falta de *demonstração justificada*, e diante da obrigação legal de realização da oferta, balizar a fixação do preço.

#### **Manutenção da decisão pela SRE**

23. Agora, na análise do recurso interposto pela ofertante, a SRE parece mais tendente a entender que a comparação de preços de mercado será sempre o melhor caminho, ou mesmo o caminho correto, para a fixação do preço da oferta.

#### **Dever de atuação da CVM em casos em que não há contrato ou prévia indicação da parcela do preço**

24. Pelas razões antes expostas, não parece haver dúvida de que a CVM tem o dever de se manifestar sobre o preço da oferta, se ele não for adequadamente justificado, pois do contrário a obrigação legal ou estatutária de realizar e registrar a oferta se tornaria letra morta. Não é possível que a CVM registre uma oferta sem preço, ou com preço não adequadamente justificado, em violação à Instrução 361/02.

#### **Limites à atuação da CVM, em casos em que não há contrato ou prévia indicação da parcela do preço**

25. Entretanto, coisa bastante diferente, e não amparada pela lei, seria a CVM adentrar no mérito do preço, discutindo sua justiça, adequação ou equidade. Mesmo quando exista referência estatutária a tratamento igualitário, ou equitativo (como é o caso concreto, e antes estava expressamente na lei), a CVM deve se limitar a uma análise formal quanto à *demonstração justificada* do cálculo do preço, salvo, insista-se, quando tiver elementos que desde logo revelem — isto é, demonstrem, comprovem — que além do preço declarado existe outro, que se quis, mas não se conseguiu, ocultar

#### **Comparação com a atuação da CVM em casos de cancelamento de registro**

26. Frise-se que assim é mesmo nos casos de ofertas para cancelamento de registro, em que a lei expressamente fala em preço justo, e a CVM, através da Instrução 361/02, determinou que essa declaração de justiça fosse feita por avaliador independente. Isto é: mesmo quando a lei fala em preço justo, o que não é o caso das ofertas de alienação controle, a CVM não examina nem muito menos declara a justiça do preço, mas apenas verifica se as formalidades e a justificação necessárias foram cumpridas. Assim, por exemplo, a CVM examina o laudo de avaliação do ponto de vista de seu conteúdo formal; exige a divulgação de laudo de valor econômico (aliás, normalmente considerado o mais "justo", e freqüentemente calculado com base em múltiplos de EBITDA); verifica se a declaração de que um critério é justo contém as razões pelas quais outros critérios não o seriam.

#### **Balizas para a atuação da CVM em casos futuros**

27. Portanto, estando inteiramente de acordo com o voto da Diretora Relatora quanto ao caso concreto, julguei necessário deixar resumidas algumas balizas que decorrem daquele voto, a fim de nortear os agentes de mercado e a CVM em casos futuros:
- i. também em casos em que exista obrigação de realizar oferta por aquisição indireta de controle, e não por alienação, aplica-se o dever de demonstração justificada do preço de que trata o § 6º do art. 29 da Instrução 361/02, cabendo à CVM verificar se a demonstração foi feita de maneira adequada;
  - ii. a justificação do preço pode ser feita, em quaisquer casos, por instrumentos contratuais, se houver, ou outros documentos que comprovem com razoabilidade a parcela do preço correspondente à companhia controlada, como o prospecto ou o edital da oferta, devendo o preço resultante de tais documentos ser aceito pela CVM, salvo prova definitiva da existência de uma parcela adicional de preço não indicada, caso em que a oferta somente será registrada se tal parcela for desde logo acrescida ao preço;
  - iii. se a CVM entender que existem indícios de que o preço informado nos documentos não é o verdadeiro, não poderá negar registro à oferta, devendo iniciar investigação em paralelo e, ficando comprovada a fraude, formular acusação, inclusive frente ao intermediário, sem prejuízo da indenização a ser postulada pelos destinatários da oferta;
  - iv. na ausência de instrumentos contratuais ou outros documentos que comprovem a parcela do preço correspondente à companhia controlada, o ofertante poderá justificar o preço por ele indicado por outros meios, cabendo à CVM examinar tais justificativas, e obter outros elementos que lhe permitam chegar a uma conclusão quanto a ter sido feita a adequada demonstração do preço; e
  - v. se os elementos apresentados pelo ofertante e colhidos pela CVM forem insuficientes, e as ações da companhia controlada e da companhia controladora tiverem liquidez em mercados regulados, o critério de comparação dos preços de mercado das ações de ambas as companhias antes do lançamento da oferta, ou do anúncio negócio de aquisição, deve ser considerado um critério justificado para a demonstração do preço, e pode ser adotado pela CVM.

Rio de Janeiro, 21 de março de 2007.

Marcelo Fernandez Trindade