

Assunto: Pedido de reconsideração de exigência no âmbito da OPA para cancelamento de registro da ArcelorMittal Inox Brasil S.A. – Processo CVM nº RJ-2007-14945

Senhor Superintendente,

Requer a ArcelorMittal (Ofertante) a reconsideração de exigência quanto à declaração de verificação de consistência de informações para a elaboração do laudo de avaliação da companhia-objeto, feita no OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 089/2008 e reiterada no OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 234/2008.

## 1. Histórico

Em 21/12/2007, a ArcelorMittal e o Banco Santander S.A. protocolaram, nesta CVM, pedido de registro de OPA para cancelamento de registro da ArcelorMittal Inox Brasil S.A., antiga Acesita. Após análise do pedido e dos documentos encaminhados, esta GER-1 enviou, em 16/1/2008, o Ofício nº 089/2008 contendo exigências a serem cumpridas.

Já em 25/1/2008, as requerentes protocolaram documento de esclarecimentos às exigências do Ofício nº. 89, juntamente com novas versões da Minuta do Edital de Oferta Pública, Minuta do Contrato de Intermediação, Laudo de Avaliação e outros documentos. No entanto, no dia 1º de fevereiro, a Goldman Sachs (avaliadora) protocolou novo documento de esclarecimentos com nova versão do Laudo, em substituição àquele apresentado anteriormente.

Em 8/2/2008, enviamos o Ofício nº 234/2008 contendo reiteração de exigências, bem como novas exigências formuladas em função de alterações promovidas espontaneamente.

Por fim, novo documento de esclarecimentos e respostas ao Ofício nº 234/2008, tendo em anexo novas versões do Edital de Oferta Pública, do Contrato de Intermediação e do Laudo de Avaliação, foi protocolado em 15/2/2008, no qual, além do atendimento de exigências, solicita-se a reconsideração da exigência acima mencionada e, em caso de indeferimento do pedido de reconsideração, a conversão em recurso ao Colegiado desta CVM.

O BNDES Participações S.A., detentor de aproximadamente 41 % do total de ações em circulação da Companhia, concordou, nos termos do fato relevante divulgado em 20/12/2007, em vender suas ações à Ofertante pelo preço mínimo de R\$100,00 por ação.

## 2. Transcrição das Alegações da Recorrente

*"Exigência 3.1.6 V. Sas. exigem declaração de "responsabilidade do avaliador pela verificação da consistência das informações utilizadas para confecção do laudo, prevista nos*

*incisos I e III do anexo III da Instrução 361".*

*Como informamos na nossa carta anterior, os incisos I e III mencionados não exigem tal declaração. O inciso I, por exemplo, apenas determina que as informações utilizadas devem ter determinada qualidade ("devem ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas"). Já o inciso III diz que "o avaliador não será responsável por conduzir uma verificação independente das informações recebidas da companhia, ou de terceiros por ela contratados, e as aceitará e utilizará, no âmbito de sua análise salvo se entender que as mesmas não são consistentes".*

*A interpretação da regra do inciso III no sentido de que ao tomar a decisão quanto a poder, ou não, basear-se nas informações recebidas da companhia, o avaliador estaria fazendo um juízo de valor sobre a consistência daquelas informações, acabaria por tornar sem efeito o objetivo da própria regra. Isto é, ao deixar de impor ao avaliador a obrigação (custosa) de conduzir uma verificação independente das informações recebidas da companhia – permitindo que ele se valha das informações recebidas da companhia ou por ela contratadas – a regulamentação concedeu um "porto seguro" ao avaliador, sem o qual a avaliação de empresas talvez se tornasse extremamente custosa ou inviável.*

*Em outras palavras, o que a norma fez foi determinar ao avaliador que, considerando que as informações recebidas, por qualquer motivo, não são confiáveis o suficiente para a emissão do Laudo, se abstenha de utilizá-las.*

*A norma não exige que o avaliador faça qualquer declaração quanto a esse fato. Basta ver a lista de declarações do avaliador constante do inciso X, alínea "d", do Anexo III da Instrução 361/02 – que contém todas as declarações obrigatórias para o avaliador que deverão constar do laudo -- para constatar que ela não contém qualquer declaração relativa à consistência das informações recebidas da administração.*

*Isso quer dizer, muito claramente, que a norma do inciso III do mesmo anexo III contém uma regra de conduta, a ser observada pelo avaliador quando da elaboração do laudo, mas não contém um comando de declaração, que nessa, como em todas as Instruções da CVM, a começar pelo tradicional disclaimer da própria CVM quanto aos efeitos dos registros que concede, só deve ser inserido nos documentos quando assim for expressamente determinado pela legislação.*

*V. Sas. também fundamentaram a exigência de inclusão da declaração nos seguintes termos:*

*"Cabe salientar que, de modo a garantir o perfeito esclarecimento do mercado, não deve o avaliador utilizar apenas declarações que refletem suas isenções de responsabilidades, sem inserir sua efetiva responsabilidade prevista na norma".*

*Acreditamos que essa fundamentação não visualiza a disciplina jurídica do Laudo de Avaliação em sua completude. Isso porque ela foca apenas a questão da responsabilidade regulamentar, quando o laudo de avaliação possui também caráter de responsabilidade contratual e extracontratual (mas não regulamentar).*

*A responsabilidade regulamentar, prevista na Instrução 361/02, é de conhecimento público, não sendo dado ao particular desconhecer-la, conforme preceitua o art. 3º da Lei de Introdução ao Código Civil (Decreto-Lei 4.657/42). Já a responsabilidade contratual é decidida pelos termos do contrato entre as partes e pela conduta posterior delas. A responsabilidade extra-contratual não regulamentar advém, no caso concreto, do Código Civil. Essas três responsabilidades convivem concomitantemente, tendo destinatários, beneficiários, regramento e conteúdos distintos.*

*No que se refere à exigência 3.1.6, é importante notar que o regime jurídico da responsabilidade contratual e, em certos casos, da responsabilidade extra-contratual não regulamentar autoriza que as partes condicionem e limitem tais responsabilidades, o que não pode ser feito com relação à responsabilidade regulamentar. Foi exatamente isso que foi feito por nós no Laudo de Avaliação e, segundo entendemos, a CVM*

não deve, nem encontra fundamento legal, para reduzir a autonomia de vontade do avaliador.

Note-se que, não sem outro motivo, o Colegiado da CVM, ao introduzir o Anexo III à Instrução 361/02 recentemente não exigiu a declaração de responsabilidade regulamentar, ao contrário da postura adotada no mesmo Anexo III, quando exigiu a declaração sobre independência e relações comerciais".

### 3. Nossas considerações

Para facilitar a compreensão dos pontos abordados, optamos por apresentar, inicialmente, nossa manifestação sobre a exigência recorrida e, na seqüência, o precedente de Arcelor Brasil S.A. e algumas considerações sobre outras exigências que não julgamos plenamente atendidas no laudo.

#### I. Declaração de verificação de consistência de informações recebidas da companhia (inciso III do Anexo III da Instrução 361)

Inicialmente, entendemos importante contextualizar o motivo da elaboração da exigência de declaração de verificação da consistência de informações recebidas, na elaboração do laudo de avaliação da ArcelorMittal Inox Brasil S.A.

Na primeira versão do laudo, protocolada em 21/12/2007, o avaliador incluiu uma seção denominada Sumário, que se presta basicamente às suas declarações de isenção de responsabilidades, dentre elas a que se segue: "Nós expressamente nos eximimos de qualquer responsabilidade perante os acionistas".

Na mesma seção, chamava a atenção outros trechos, tais como: " Com o consentimento da ArcelorMittal, assumimos que as Projeções foram preparadas de forma razoável e refletem as melhores estimativas atualmente disponíveis e o melhor juízo da ArcelorMittal Inox Brasil e ArcelorMittal".

Diante disso, a GER-1, por meio do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 089/2008, de 16/1/2008, apresentou exigência de exclusão da mencionada declaração de isenção de qualquer responsabilidade, tendo em vista o disposto nos incisos I, II e III do anexo III da Instrução 361. A exigência foi atendida.

Ademais, exigiu-se também a inclusão de declaração de responsabilidade do avaliador pela verificação da consistência das informações utilizadas para confecção do laudo.

Entendemos que tal declaração, ainda que não expressamente exigida na norma da CVM, é de grande relevância para os destinatários das ofertas, para explicitar tal responsabilidade do avaliador, já que ele não se furta ao direito de inserir todas as suas isenções.

Cumpr salientar que, em primeiro lugar, a referida exigência seria no sentido de explicitar aquilo que é obrigação do avaliador, qual seja, utilizar somente informações e dados que julgue consistentes.

Em segundo lugar, certas expressões inseridas no Sumário da primeira versão do laudo nos fizeram questionar até que ponto o avaliador optou por acatar as informações fornecidas pela Ofertante e pela Companhia, gerando dúvidas para os destinatários da OPA da real importância e independência do laudo numa oferta para cancelamento de registro.

Em sua resposta à exigência de apresentação de declaração de verificação, formulada no ofício nº 89, o avaliador declara que não apresentou a declaração porque a mesma não é exigida no inciso III do Anexo III da Instrução 361. Complementa afirmando, em relação ao disposto no mencionado:

"O que a norma fez foi determinar ao avaliador que, considerando que as informações recebidas, por qualquer motivo, não são confiáveis o suficiente para a emissão do laudo, se abstenha de utilizá-las."

Afirma também o avaliador que, em seu entendimento, "a CVM não deve, nem encontra fundamento legal, para reduzir a autonomia da vontade do avaliador", sendo que essa autonomia da vontade significa o direito do avaliador de não apresentar a declaração, uma vez que não é exigida pela regra.

Além disso, em resposta a outra exigência formulada, no sentido de que fossem inseridas informações que justificassem a utilização de projeções para um horizonte de apenas seis anos no cálculo do fluxo de caixa descontado, o avaliador não teceu qualquer comentário ou análise do ciclo de demanda do aço, como indicado pela GER-1, mas limitou-se a afirmar que utilizou as informações fornecidas pela companhia ("A administração da companhia é a fonte", declarou), anexando cópia de uma página do relatório de gestão da companhia onde vagamente se menciona o "encurtamento do ciclo da demanda por aço" e que, segundo o avaliador, "corroborar" tal afirmação sobre a demanda de aço.

Em nossa opinião, tais atitudes nos levaram a reiterar a exigência, num segundo Ofício, como se segue:

*"No primeiro parágrafo da segunda página, inserir declaração de responsabilidade do avaliador pela verificação da consistência das informações utilizadas para confecção do laudo, prevista nos incisos I e III do anexo III da Instrução 361. Cabe salientar que, de modo a garantir o perfeito esclarecimento do mercado, não deve o avaliador utilizar apenas declarações que refletem suas isenções de responsabilidades, sem inserir sua efetiva responsabilidade prevista na norma."*

Nesse ponto, a Ofertante ingressa com o presente pedido de reconsideração, justificando o motivo da inclusão das declarações de isenção, uma vez que se trata de responsabilidades contratuais e não regulamentares, ou seja, a despeito da não-exigência legal, elas devem ser inseridas por motivos de responsabilidade civil.

Na seqüência, especificamente quanto à inclusão de responsabilidade pela verificação da consistência, apresenta uma interpretação que demanda análise cautelosa. Diferentemente de indicar, como na resposta ao primeiro Ofício, que não poderia esta área técnica exigir tal declarações, já que não está prevista na Instrução CVM 361, alega que "a interpretação da regra do inciso III no sentido de que ao tomar a decisão quanto a poder, ou não, basear-se nas informações recebidas da companhia, o avaliador estaria fazendo um juízo de valor sobre a consistência daquelas informações, acabaria por tornar sem efeito o objetivo da própria regra." Ou seja, entende que sequer seria demandada ao avaliador uma análise sobre a consistência das informações, mas somente que, caso as entenda inconsistentes, não deveria utilizá-las.

#### II. Precedente da OPA de Arcelor Brasil S.A.

No caso da OPA por alienação de controle, ocorrida em 2007, na qual a Mittal indiretamente adquiriu o controle da Arcelor Brasil S.A., o

laudo de avaliação também foi elaborado pelo Goldman Sachs.

Ressaltamos que, conforme enunciado na Decisão do Colegiado sobre a OPA por alienação de controle da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga, o laudo de avaliação tem uma função informativa, uma vez que o preço apurado serve apenas de balizamento para a decisão dos acionistas quanto a vender ou não suas ações, estando presente a opção individual de não vender e permanecer como acionista da mesma companhia sob novo controle.

Na OPA para cancelamento de registro, diferentemente, o preço justo ao qual seria formulada a oferta aos minoritários deve ser, ao menos, igual ao valor de avaliação da companhia apurado no laudo.

Sendo assim, a função do laudo de avaliação é bastante diferente para os diferentes tipos de oferta.

Ainda assim, na OPA precedente, a GER-1, no primeiro ofício de exigências, requereu a apresentação da declaração de verificação, pelo avaliador, da consistência das informações recebidas da companhia. O avaliador solicitou a reconsideração da exigência.

Todavia, tendo em vista que, naquela operação havia uma outra questão relevante ainda pendente, em relação à demonstração de preço a que se refere o art. 29, § 6º, da Instrução 361, que estava a demandar intensamente as atenções da área técnica, e levando em conta as considerações acima tecidas acerca do papel do laudo de avaliação na OPA para alienação de controle, optou-se por não reiterar a referida exigência.

Não obstante, podemos citar as seguintes OPA em que constam declarações de que se verificou a consistência das informações: Grupo Ipiranga; Granóleo S.A., Eleva Alimentos S.A. Ademais, foi formulada a mesma exigência nas três outras OPA para cancelamento de registro em análise nesta SRE: Suzano Petroquímica S.A., Geodex Communications S.A. e Sul América Companhia Nacional de Seguros.

### III. Declaração do Critério Mais Adequado à Definição de Preço Justo (art. 8º, § 3º, V, (b) e Anexo III, inciso IX, "f" da Instrução 361)

Quanto à declaração prevista no art. 8º, § 3º, V, (b) e Anexo III, inciso IX, "f" da Instrução 361, de que deve o avaliador declarar o critério mais adequado à definição de preço justo, a primeira versão do laudo trazia a seguinte redação: "Este Laudo de Avaliação foi elaborado com base na metodologia de fluxo de caixa descontado, considerada por nós como a metodologia adequada na definição do intervalo justo de valores por ação, e assumindo um cenário macroeconômico estável para o Brasil".

Na versão subsequente do laudo, apresentada em resposta ao ofício, nº 89, o avaliador realizou também alterações voluntárias, entre elas a exclusão da declaração relativa ao preço justo que satisfazia a exigência do Anexo III, inciso IX, "f" da Instrução 361. Com o retrocesso, a GER-1 teve que elaborar nova exigência no ofício CVM/SRE/GER-1/Nº 234/2008, cobrando a referida declaração. Em relação à justificativa de escolha do critério fluxo de caixa descontado, o avaliado inseriu a seguinte explicação, no Sumário Executivo:

"Nós entendemos que para a determinação do intervalo de valores indicativos por ação da ArcelorMittal Inox Brasil neste Laudo de Avaliação é necessária a utilização de uma metodologia adequada para a análise do negócio da ArcelorMittal Inox Brasil. Para o propósito deste Laudo de Avaliação para a ArcelorMittal e de acordo com esse entendimento do artigo 4º, §4º da Lei das Sociedades por Ações, nós utilizamos a metodologia de fluxo de caixa descontado, que considera os resultados financeiros projetados da companhia por um estendido período de tempo, e assumimos um cenário macroeconômico estável para o Brasil. Nas circunstâncias onde não existem várias (ou nenhuma) companhias comparáveis de acordo com as métricas mais relevantes para a companhia sendo avaliada, a metodologia de múltiplos tende a ser menos relevante como metodologia de avaliação."

Nota-se que a declaração deveria ser simples e objetiva, conforme disposto na norma. O próprio Anexo III traz como norte a obrigação do avaliador de utilizar linguagem acessível e de fácil compreensão, que permita aos investidores formarem um juízo fundamentado sobre a oferta, nos termos do seu item IV. A nosso ver, tal objetivo e nem a declaração do critério mais adequado à definição de preço foram atendidos.

Por fim, alega a Ofertante que foi atendida a exigência com o parágrafo acima. No entanto, uma vez que não julgamos cumprida, recebemos como pedido de reconsideração, nos termos do item IV da Deliberação CVM nº 463/03, de modo a dar ao recurso o melhor aproveitamento e efetividade, preservando-lhe a utilidade, a despeito da forma.

Ressalta-se que nunca houve questionamento acerca do atendimento dessa exigência, inclusive por parte do Goldman Sachs, no âmbito da OPA da Arcelor Brasil S.A. Podemos citar, ainda, as seguintes ofertas registradas recentemente, que apresentam tal declaração: Santista Têxtil S.A. e Granóleo S.A.

### IV. Linguagem Clara e Objetiva, nos termos do Anexo III, itens I e IV, da Instrução 361

Na primeira versão do laudo de avaliação, verificamos trechos contendo repetições desnecessárias, bem como alguns problemas relativos ao uso da língua portuguesa, tais como erros de concordância, emprego inadequado de palavras e falta de coesão em diversos trechos. No ofício nº 89, a GER-1 chegou a indicar alguns desses trechos, solicitando a revisão dos erros de linguagem e a exclusão dos trechos repetidos.

Na segunda versão do laudo encontramos ainda erros e repetições espalhados por todo o texto do lado, o que levou a GER-1 a incluir, no ofício nº 234, uma exigência genérica de adequação do texto do laudo às normas da língua portuguesa e exclusão de trechos repetidos. Podemos salientar o parágrafo acima citado na tentativa de atender à exigência de declaração do critério mais adequado à definição de preço justo.

Em sua resposta, o avaliador informou ter realizado uma revisão do texto, procurando corrigir os "erros gramaticais", e colocando-se "à disposição para corrigir os demais erros, que venham a ser apontados por V.Sas".

Nesse ponto, vale destacar que a versão final apresentada, disponível no *site* desta CVM, ainda apresenta erros de linguagem, tais como: "Companhias selecionadas *baseado* na sua presença no mercado de aço inoxidável" e "As projeções foram disponibilizadas ou revisadas pela administração da ArcelorMittal Inox Brasil e se referem aos anos fiscais findos em 2007 a 2012, uma vez que a administração considerou como suficientemente *representativa* do negócio da ArcelorMittal Inox Brasil, *dada as particularidades* do ciclo de demanda de aço inoxidável.", mas já não inviabiliza a compreensão, como ocorria na segunda versão do laudo anteriormente disponível.

## 4. Conclusão

Pelo exposto, sugerimos manter as exigências abaixo listadas, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03:

- Exigência 3.1.6 - No primeiro parágrafo da segunda página, inserir declaração de responsabilidade do avaliador pela verificação da consistência das informações utilizadas para confecção do laudo, prevista nos incisos I e III do anexo III da Instrução 361. Cabe salientar que, de modo a

garantir o perfeito esclarecimento do mercado, não deve o avaliador utilizar apenas declarações que refletem suas isenções de responsabilidades, sem inserir sua efetiva responsabilidade prevista na norma.

- Exigência C.2.2 – Inserir a declaração prevista no Anexo III, IX, f e Art.8º, §3º, V,b da Instrução 361.

Isto posto, propomos enviar o presente recurso ao Superintendente Geral, para que seja submetido à apreciação do Colegiado desta CVM, mediante relatoria desta SRE/GER-1, tendo em vista o exíguo prazo de análise da OPA.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

Flavia Mouta Fernandes

Gerente de Registros 1

Ao SGE,

Pelos motivos elencados pela GER-1, mantenho a decisão recorrida.

(Original assinado por)

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários