



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório nº 18/2016-CVM/SEP/GEA-2

ASSUNTO: Consulta Cia Aberta – Autorização para alienação de ações em tesouraria

Processo CVM nº RJ-2015-7661

GERDAU S.A.

ORIGEM

1. Reporto-me ao pedido de autorização para a negociação privada pela GERDAU S.A. (“Requerente” ou “Companhia”) com ações de sua própria emissão, especificamente no que se refere à transferência de suas ações com vistas ao pagamento parcial para a aquisição de participações minoritárias em determinadas sociedades controladas, conforme aprovação do Conselho de Administração da Companhia em 13/07/2015. A conclusão deste relatório está baseada na nossa análise técnica e ficará restrita à devida verificação das informações que instruem o processo, nas divulgações inseridas no sistema IPE na página da CVM na internet e na adequação do pedido aos procedimentos relativos à Lei societária, à Instrução CVM nº 10/1980, à Instrução CVM nº 358/2002 e às decisões do Colegiado em processos de natureza semelhante.

FATOS

Divulgações (Fato Relevante e Comunicado ao Mercado)

2. Em 14/07/2015, a Requerente divulgou Fato Relevante informando a aprovação pelo Conselho de Administração da Companhia da aquisição de participações minoritárias de determinadas sociedades controladas, dentro do contexto do denominado “*Projeto Gerdau 2022*”:

Controlada	Quantidade de Ações Adquiridas	Percentual do Capital Social da Controlada adquirido
Gerdau Aços Longos S.A	9.569.182	4,77%
Gerdau Açominas S.A.	8.805.460	3,50%
Gerdau Aços Especiais S.A.	8.805.460	2,39%
Gerdau América Latina Participações	8.805.460	1,00%

3. De acordo com o Fato Relevante, as aquisições foram aprovadas para *“viabilizar a simplificação e unificar as participações societárias nas companhias operacionais fechadas do Brasil na Gerdau S.A., com vistas à possível transformação dessas companhias, no futuro, em subsidiárias integrais e/ou à sua incorporação; a consolidar o recebimento de dividendos; e a proporcionar a maior facilidade de acesso ao mercado de capitais” e que “essas aquisições de participações acionárias, no valor total de R\$ 1.986 milhões, permitirão a Gerdau S.A. deter mais de 99% do capital total de cada uma das controladas, e, uma vez cumpridas as condições dos respectivos contratos de compra, serão pagas da seguinte forma: (a) parcela à vista, no valor R\$ 339 milhões, com recursos imediatamente disponíveis; (b) **cessão e transferência de 30 milhões de ações preferenciais da Gerdau S.A. (GGBR4), mantidas em tesouraria, no valor de R\$ 206 milhões;** (c) permuta de cota de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados, constituído e devidamente autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários para funcionamento (“FIDC NP Barzel”), cuja carteira detém apenas um único tipo de direito creditório de titularidade da Companhia decorrentes de ações judiciais que tenham por objeto a cobrança das diferenças de correção monetária de principal, juros remuneratórios, moratórios e demais verbas acessórias devidas pela Eletrobrás - Centrais Elétricas Brasileiras S.A. em razão do empréstimo compulsório recolhido entre os anos de 1977 a 1993 dos consumidores industriais de energia elétrica (“Direitos Creditórios”), subscrita pela Companhia e integralizada, livre e desembaraçada de qualquer ônus ou gravame, pelo valor de R\$ 802 milhões; e (d) pagamentos parcelados com vencimentos em 2016, 2017, 2019, 2021 e 2022, no valor total de R\$ 639 milhões. Nesse contexto, o Conselho de Administração também deliberou pela aprovação da cessão dos Direitos Creditórios ao FIDC NP Barzel, assim como a permuta da parcela que compõe o preço, conforme mencionado acima.”* (grifo nosso).
4. Em 16/07/2015, a Requerente protocolizou nesta CVM o Pedido de Autorização para Negociação Privada da GERDAU S.A., fundamentado no artigo 23 da ICVM 10/1980.
5. Segundo a GERDAU, o cálculo do número de ações a serem dadas em pagamento foi realizado com base na cotação do fechamento do pregão do dia 08/07/2015, poucos dias antes da deliberação pelo Conselho de Administração, que ocorreu em 13/07/2015.
6. Além disso, destaca que não haverá participação das partes relacionadas da Companhia na operação.
7. Deste modo, a Requerente entende que o pleito em questão está *“devidamente fundamentado e merece provimento, de modo que a Companhia possa transferir suas ações com a finalidade de adimplir suas obrigações contratuais”*.
8. Por fim, a GERDAU esclarece que já dispõe de ações em tesouraria suficientes para atender ao adimplemento contratual, de modo que para esta finalidade não serão necessárias novas aquisições.
9. Em 17/07/2015, a Companhia divulgou Comunicado ao Mercado contendo mais informações sobre a operação divulgada no Fato Relevante do dia 13/07/2015, mencionando que *“tendo em vista recentes manifestações recebidas de agentes do mercado e veiculações na mídia relativas às operações mencionadas no Fato Relevante divulgado em 14 de julho passado, vem reiterar que a Companhia sempre teve interesse em concentrar a participação em suas controladas operativas (Gerdau Açominas S.A., Gerdau Aços Longos S.A., Gerdau Aços Especiais S.A. e Gerdau América Latina Participações S.A.), embora não houvesse qualquer obrigação contratual de efetivar essas aquisições”,* informou *“que os acionistas vendedores das participações adquiridas são Itaú Unibanco S.A. e ArcelorMittal Netherlands BV, não se tratando, portanto, de operações com acionista controlador ou partes relacionadas” e “no que se refere ao momento e ao valor de negócio, reiteramos que as aquisições decorreram de oportunidades de mercado e, na percepção da administração, foram realizadas com preços adequados, levando-se*

em consideração: as avaliações econômicas, os instrumentos financeiros utilizados, os prazos de pagamento, a captura de valor através de um fluxo de caixa mais concentrado e a visão de longo prazo da Companhia”.

Ofícios e Respostas

10. Após a análise inicial do pedido, foi enviado em 06/08/2015 o Ofício nº 282/2015/CVM/SEP/GEA-2 (“Ofício 282”), solicitando:
- a. Cópia dos contratos relativa à Aquisição e eventuais aditivos entre a Gerdau e as partes vendedoras;
 - b. Cópia de quaisquer outros contratos, dispositivos, acordos ou assemelhados dos quais façam parte a Companhia ou seus controladores que tenham ou possam ter influência na realização da Aquisição, nos seus prazos ou valores;
 - c. Manifestação acerca do valor que será pago às partes vendedoras pela Aquisição caso não haja autorização da CVM para a Alienação, anexando documentação comprobatória.
 - d. Manifestação acerca da vantagem identificada pela Companhia para utilização das ações como parte do pagamento da Aquisição em vez de outra forma de pagamento, anexando documentação comprobatória.
 - e. Manifestação acerca da não identificação dos direitos creditórios de titularidade da Companhia decorrentes de ações judiciais que tenham por objeto a cobrança das diferenças de correção monetária de principal, juros e demais verbas acessórias devidas pela Eletrobrás - Centrais Elétricas Brasileiras S.A., em razão do empréstimo compulsório, recolhido entre os anos de 1977 a 1993, dos consumidores industriais de energia elétrica nas Demonstrações Financeiras de 31/12/2014 ou nas Informações Intermediárias de 31/03/2015 da Companhia.
 - f. Manifestação em relação à divergência nos argumentos apresentados para determinar o preço das ações a serem eventualmente alienadas, assim como em relação ao período em que se transcorreu a análise da Aquisição, anexando documentação comprobatória.
 - g. Identificação dos acionistas remanescentes de cada uma das sociedades controladas após a Aquisição.
 - h. Manifestação a respeito da intenção por parte da Companhia de submeter a aquisição de participações minoritárias das sociedades à decisão de Assembleia Geral.
 - i. As razões pelas quais o Fato Relevante divulgado em 14/07/2015 não mencionou que a utilização das ações em tesouraria como parte do pagamento na Aquisição depende de autorização da CVM.
11. Após solicitação de prazo adicional, no dia 31/08/2015, a GERDAU protocolizou resposta ao Ofício requerendo tratamento confidencial aos documentos apresentados e apresentando esclarecimentos aos questionamentos feitos.
12. No que tange ao primeiro ponto da resposta, a Companhia requereu que fosse dado tratamento confidencial aos documentos apresentados alegando que o “*Share Purchase and Swap Agreement*” (“Contrato”) apresentado é “*contrato firmado com terceiro que envolve aspectos de negociações havidas com a ArcelorMittal Netherlands BV. Como contratos firmados pela Gerdau em geral, os elementos dele constantes integram os dados comerciais da empresa, em relação aos quais não é necessário atribuir publicidade. Desse modo, como os negócios em geral, estão abrangidos pelo sigilo comercial e empresarial, e a divulgação de seu inteiro teor não atenderia ao interesse social da Gerdau.*”
13. A respeito dos questionamentos do Ofício 282, a Gerdau apresenta,

preliminarmente, os seguintes esclarecimentos:

- a. *“No âmbito da divulgação ao mercado, era relevante informar aos investidores a aquisição das ações de subsidiárias da Gerdau, por meio da qual se viabiliza a simplificação e unificação das participações societárias nas companhias operacionais fechadas do Brasil na Gerdau S.A. (...) Posteriormente, por meio do Comunicado ao Mercado de 17.07.2015, foi informado que tais aquisições estavam sendo feitas em duas partes distintas: parte (...) do Itaú Unibanco S/A e parte da ArcelorMittal Netherlands BV.”* E que *“O pagamento em ações diz respeito apenas à aquisição feita da ArcelorMittal (...) Desse modo, as referências abaixo à Aquisição dizem respeito apenas à **operação relacionada ao presente pedido, ou seja, à operação celebrada com a ArcelorMittal.**”* (grifo nosso).

14. Em sequência, apresenta respostas aos tópicos requeridos pelo Ofício 282:

- a. Anexou o *Share Purchase and Swap Agreement*;
- b. Informou que *“o pagamento a ser realizado com ações em tesouraria não é influenciado por outros contratos”* além do *Share Purchase and Swap Agreement*;
- c. Comunicou que *“caso a CVM não prove a alienação, as ações GGBR4 serão entregues por outra entidade relacionada à Gerdau S/A que detenha esse volume de ações”*, conforme estabelecido no contrato;
- d. Alega que a utilização das ações como parte do pagamento na aquisição viabiliza *“maior participação nas sociedades operacionais sem demandar dispêndio de caixa”* e que *“o pagamento em ações viabilizou à ArcelorMittal trocar ações que detinha nas companhias operacionais fechadas por ações GGBR4 que têm maior liquidez no mercado”*, mantendo *“ainda em parte a exposição nas companhias operacionais fechadas em que tinha participação direta antes”* de forma que *“a Companhia acredita que o pagamento de parte do preço em ações contribui para viabilizar o fechamento do negócio em bases favoráveis para a Gerdau e seus acionistas.”*;
- e. A respeito da contabilização dos direitos creditórios decorrentes de ações judiciais referentes a valores devidos pela Eletrobrás, argumenta que as DFs de 31/12/2014 e o ITR de 31/03/2015 da Companhia *“não fazem, e nem deveriam fazer referência a este ativo contingente, porque somente depois do período por elas abrangido ocorreram os eventos que levaram à conclusão de que a entrada de benefícios econômicos se tornara provável.”*;
- f. A respeito da determinação do preço das ações a serem eventualmente alienadas, defende que *“considerando que a negociação entre a ArcelorMittal e a Gerdau vinha sendo avaliada há 5 anos, não seria razoável considerar todos o período de 5 anos para a formação do preço. Assim, (...) não foi adotada a data de início das negociações, mas sim de sua conclusão.”*;
- g. Alega ter anexado *“as listas dos acionistas remanescentes das sociedades controladas envolvidas na Aquisição.”*;
- h. Declara que *“a aquisição constitui ato de competência da administração da companhia, razão pela qual não foi submetida à assembleia geral”* e que *“não depende de ratificação pelos acionistas”*;
- i. Justifica que a dependência de autorização da CVM para utilização das ações em tesouraria como parte do pagamento na Aquisição não foi mencionada no Fato Relevante porque *“já é de cediço conhecimento do mercado que operações que envolvam a negociação de próprias ações dependem de aprovação da CVM para serem realizadas. (...) Além disso, como a autorização da CVM faz-se necessária para concretizar uma pequena parcela do negócio, (...) foram previstas alternativas contratuais para o caso de o entendimento Comissão ser contrário à utilização”* e *“que o detalhamento acerca dessa*

informação (...) não encerrava relevância para o mercado”.

15. Após análise da documentação, a CVM enviou em 24/11/2015 o Ofício nº 380/2015/CVM/SEP/GEA-2 (“Ofício 380”) solicitando:
- a. O contrato celebrado com a ArcelorMittal (i) com o seu interior plenamente legível e (ii) com todos os anexos expostos e transcritos;
 - b. Maiores esclarecimentos a respeito da entrega das ações GGBR4 por “outra entidade relacionada à Gerdau” caso não haja autorização da CVM, identificando (i) quem ficaria com as participações nas sociedades, a outra parte ou a Gerdau, e, caso as participações fiquem com a Gerdau, (ii) se a Companhia assumiria um passivo a favor da outra entidade;
 - c. O anexo mencionado na resposta referente ao item g do ofício original, “Identificação dos acionistas remanescentes de cada uma das sociedades controladas após a Aquisição”, uma vez que foi não identificada a presença do documento.
16. E comunicando que *“No que se refere ao Pedido de Confidencialidade, (...) será conferido tratamento confidencial ao ‘Share Purchase and Swap Agreement’ (...), assim como aos trechos das respostas da Companhia que fazem referência a cláusulas do Contrato, (...) enquanto tais informações não forem divulgadas ao mercado pela própria Companhia.”.*
17. Em 11/12/2015, a Companhia protocolizou resposta ao Ofício requerendo, novamente, tratamento confidencial aos documentos apresentados e esclarecendo os questionamentos feitos.
18. A respeito do pedido de tratamento confidencial, a Gerdau solicitou *“a manutenção da confidencialidade ao ‘Share Purchase and Swap Agreement’ (...) com base nos mesmos fundamentos”* do pedido anterior.
19. A respeito dos questionamentos do Ofício 380, a Gerdau:
- a. Apresentou cópia integral e legível do contrato celebrado com a ArcelorMittal;
 - b. Esclareceu que, caso *“outra entidade relacionada à Gerdau”* entregue as ações GGBR4 em lugar da Gerdau, *“as ações das empresas operativas deverão ter a sua titularidade transferida da ArcelorMittal para a própria Gerdau. Nessa hipótese, a Gerdau assumiria um passivo financeiro a favor da entidade que tiver transferido ações GGBR4 para a ArcelorMittal, em condições comutativas às que seriam negociadas com terceiros.”;*
 - c. Anexou *“lista completa e resumida, todas com data-base de 15.07.2015”* contendo a identificação dos acionistas remanescentes de cada uma das sociedades controladas após a Aquisição;
 - d. Esclareceu que *“A operação de aquisição das participações detidas pela ArcelorMittal não está nem estava vinculada à aquisição das participações detidas pelo Itaú Unibanco S/A, e o andamento, condições ou a conclusão de uma operação não depende das condições ou da conclusão de outro negócio. Uma das aquisições foi do Itaú Unibanco S.A. e, a outra, **distinta e independente**, da ArcelorMittal. Apenas a segunda operação teve pagamento em ações e, dessa forma, o respectivo pagamento não é influenciado pela outra operação ou por quaisquer outros instrumentos, além do contrato.”;*
 - e. E ainda *“inquiriu os seus administradores e acionistas controladores, com a finalidade de averiguar eventuais informações relevantes adicionais, e verificou que todas as informações relevantes foram disponibilizadas na presente resposta, bem como na resposta ao Ofício 282/2015.”.*
20. Em 17/12/2015, a CVM enviou o Ofício nº 417/2015/CVM/SEP/GEA-2 comunicando que *“nos mesmos termos consignados no Ofício 380, (...) será conferido tratamento confidencial ao contrato com todos os seus anexos, à lista com a identificação dos acionistas das*

sociedades objeto da operação de aquisição e aos trechos das respostas da Companhia que fazem referência a cláusulas de documentos que receberão o tratamento confidencial, com base no art. 2º da Deliberação CVM nº 481/09, enquanto tais informações não forem divulgadas ao mercado pela própria Companhia.”.

Reclamação

21. Em 06/08/2015, a SEP recebeu uma reclamação da Tarpon Gestora de Recursos S.A., acionistas da Metalúrgica Gerdau, controladora da Gerdau, com relação à operação de aquisição de participações nas companhias operacionais.
22. A reclamação ensejou a abertura do processo CVM nº RJ 2015-8486, em análise na GEA-4.
23. No âmbito deste processo, em 23/10/2015 foi enviado o Ofício nº 256/2015/CVM/SEP/GEA-4 para o Itaú Unibanco Holdings S.A. (“Itaú”, fls 148 e 149), que protocolou resposta em 09/11/2015 (fls 151 a 156).
24. Nesta documentação, o Itaú informou que o Banco Itaú BBA firmou com a Indac - Industria, administração e Comércio S.A., controladora da Metalurgica Gerdau, Instrumento Particular de Opção de Venda de Ações e Outras Avenças referente às ações de emissão das seguintes empresas: Gerdau Açominas S.A., Gerdau América Latina S.A., Gerdau Aços Longos S.A., Gerdau Aços Especiais S.A. e Gerdau Comercial de Ações S.A. em 31/05/2010.
25. Após quatro aditamentos, o contrato que venceria em 07/08/2015, de acordo com o Itaú Unibanco, *“perdeu seu objeto, em razão da venda das ações e ela correspondentes para a Gerdau S.A., conforme operação divulgada por esta em fato relevante de 14 de julho de 2015.”.*
26. Em 16/11/2015, a Tarpon Gestora de Recursos S.A. protocolou um pedido *“pela imediata suspensão do pedido de negociação com ações de própria emissão apresentado pela Gerdau, até a conclusão da investigação conduzida pela CVM no âmbito do processo em epígrafe [RJ 2015-8486], tendo em vista a estreita relação com a presente reclamação e o potencial dano ao público investidor.”.*

ANÁLISE

27. Conforme consta no Fato Relevante de 14/07/2015 em conjunto com o Comunicado ao Mercado de 17/07/2015, a Requerente informa que as aquisições feitas visam *“viabilizar a simplificação e unificar as participações societárias nas companhias operacionais fechadas do Brasil na Gerdau S.A., com vistas à possível transformação dessas companhias, no futuro, em subsidiárias integrais e/ou à sua incorporação; a consolidar o recebimento de dividendos; e a proporcionar a maior facilidade de acesso ao mercado de capitais”* e que *“essas aquisições de participações acionárias, no valor total de R\$ 1.986 milhões, permitirão a Gerdau S.A. deter mais de 99% do capital total de cada uma das controladas”*, sendo que parte do pagamento desse valor total, R\$ 206 milhões, será feito cessão e transferência de 30 milhões de ações preferenciais da Gerdau S.A. (GGBR4), mantidas em tesouraria.
28. O caput do art. 30 da Lei nº 6.404/76 é um comando legal restritivo e o princípio geral da lei societária é de que a companhia não poderá negociar com as próprias ações:

Art.30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.

§ 1o Nessa proibição não se compreendem:

- a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei;
- b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social,**

ou por doação;

c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea "b" e mantidas em tesouraria;

d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída.

§ 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la a prévia autorização em cada caso.

§ 3º A companhia não poderá receber em garantia as próprias ações, salvo para assegurar a gestão dos seus administradores.

§ 4º As ações adquiridas nos termos da alínea "b" do § 1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto.

§ 5º No caso da alínea "d" do § 1º, as ações adquiridas serão retiradas definitivamente de circulação. (grifos nossos).

29. O art. 30, em seu § 2º, determina que a aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que editou a Instrução CVM nº 10/80 e a respectiva Nota Explicativa Nº 16/80 diz: *“A restrição genérica é consequência dos princípios básicos que informam o conceito de capital social e que decorrem da necessidade de se preservar sua intangibilidade, garantindo-se os interesses dos credores e dos próprios acionistas. No caso das companhias abertas, esta restrição tem ainda a justificá-la a proteção dos investidores contra a possibilidade de manipulação nos preços das ações.”*.
30. O dispositivo mencionado pela Requerente para pleitear a exceção é o art. 23 da citada Instrução: *“Art. 23. Respeitado o disposto no Art. 2º, a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução”*.
31. Nesse aspecto, a Nota Explicativa pontua: *“A CVM, em razão das demais regras contidas na Instrução, em especial quanto às informações a serem prestadas, terá possibilidade de observar os negócios realizados em mercado de balcão, só afastando as operações privadas pela óbvia ausência de visibilidade e de igualdade de condições para todos os acionistas ou potenciais investidores.”*.
32. Em seus argumentos, a requerente cita a jurisprudência da CVM em casos análogos, especificamente, os Processos CVM nº RJ 2011/11230 e 2012/14854, transcrevendo os seguintes trechos:
- a. Do processo CVM nº RJ 2011/11230, passagem do voto do Diretor Otavio Yazbek no qual consta que *“Cada vez mais as peculiaridades da vida empresarial demandam certa flexibilidade na utilização das ações de própria emissão. Estas, com efeito, não raro são utilizadas como ‘moeda’ em operações societárias – em soluções que são não apenas legítimas, como também eficientes, capazes de atender aos anseios das partes. O caso sob análise parece representar esta ‘tendência’ de maneira bastante eloquente.”*;
- b. Do processo CVM nº RJ 2012/14854, trecho do voto do Diretor Roberto Tadeu, no qual consta que *“O caso concreto, em essência, apresenta as mesmas características do pedido objeto do Processo Administrativo CVM nº RJ2012/12522, no âmbito do qual o Colegiado aprovou pedido de autorização da própria Minerva S.A. para negociação privada com ações de sua emissão para fins de quitação do pagamento em ações estabelecido no Contrato de Compra e Venda de Ações do Frigomerc S.A. (reunião de 19.02.13, Diretor-Relator Otavio Yazbek). Nesse precedente, o Diretor-Relator ressaltou que “as peculiaridades da vida empresarial têm demandado certa flexibilidade na utilização das ações de própria emissão como, por exemplo, em caso como o presente, em que as*

ações mantidas em tesouraria são utilizadas como ‘moeda de troca’ na aquisição de outros ativos.”. E complementou: “Esta, aliás, tem sido a posição do Colegiado[1], que vem entendendo que casos semelhantes ao presente se enquadram dentre aqueles ‘casos especiais e plenamente circunstanciados’ e, conseqüentemente, que a estes casos não se deve aplicar o art. 9º da Instrução CVM n.º 10/1980” (grifo nosso).

33. Entretanto, para compreender o que significa que um processo de pedido de negociação de privada de ações de própria emissão encontra-se **plenamente circunstanciado**, deve-se também fazer referência ao seguinte trecho do voto do Diretor Otavio Yazbek processo CVM nº RJ 2011/11230:

4. O Colegiado tem, com efeito, sucessivamente reconhecido a legitimidade do uso de ações para tais fins – para um exemplo recente, remeto ao Processo CVM n.º RJ 2011/3859 (decidido em 8.11.2011)[2], em que a Diretora Luciana Dias ainda estabeleceu alguns balizadores que podem ser relevantes para o presente caso.

5. E, na linha adotada naquele caso, em consonância com a SEP, entendo que (i) **aparentemente a operação foi realizada com níveis de transparência adequados**, (ii) **inexiste beneficiamento de acionistas ou de grupos de acionistas e de credores em detrimento dos demais**, e (iii) **os preços foram definidos com base em critérios aceitáveis, inexistindo indício de conflitos ou de irregularidades**. Não há, também, afronta ao art. 2º da Instrução que trata da matéria. (grifo nosso).

34. Isto é, além do **apreçamento**, para que um processo dessa natureza possa ser recebido como “*plenamente circunstanciado*”, também devem estar asseguradas (i) a **divulgação** da operação com níveis de transparência adequados e (ii) a **imparcialidade** (inexistência de beneficiamento de alguma parte envolvida).

Apreçamento

35. Na maior parte dos precedentes, como forma de apreçamento das ações a serem alienadas privadamente, foi utilizada a média da cotação, ponderada pelo volume, de alguns pregões anteriores à data da negociação. Por exemplo, podemos citar os casos aprovados pelo Colegiado nos processos RJ/2012/14854 (período de aproximadamente 45 dias, alegado como intervalo de negociação do contrato) e RJ/2014/597 (30 pregões imediatamente anteriores: (i) à data da autorização pela CVM da utilização de ações em tesouraria, ou (ii) ao trânsito em julgado da decisão das autoridades antitruste aprovando a Operação).

36. Nesse sentido foi definido na ICVM 567/15, normativo que revogou a ICVM 10/80: “**considera-se cotação de mercado a média da cotação, ponderada pelo volume, nos 10 (dez) últimos pregões em que as ações tenham sido negociadas, contados retroativamente da data de assinatura do contrato** de aquisição ou da alienação das ações pela companhia aberta.” (grifo nosso).

37. Por esse critério, o preço aferido para a presente alienação, contado em 14/07/2015, data da efetiva assinatura do contrato (isto é, levando em conta os pregões de 13/07/2015 a 29/06/2015), seria de R\$7,05 por ação.

38. Assim, o preço utilizado na presente operação (R\$ 6,86) é 2,7% inferior ao valor calculado na forma descrita no parágrafo 36, dentro da faixa de 10% requerida pelo inciso II da Instrução 567 como condição para que autorizações com ações de própria emissão não sejam condicionadas à Assembleia Geral.

39. Além disso, a Companhia cita como caso precedente o processo RJ/2012/12522, julgado e acatado pelo Colegiado em 19/02/2013, no qual o cálculo do valor das ações foi feito com base na cotação de fechamento de apenas um dia.

40. Isto posto, me parece que o valor para precificar as ações utilizado pela Gerda

não está em divergência com a posição do Colegiado em casos semelhantes.

Divulgação

41. Na divulgação do Fato Relevante, a Companhia apresentou informações a respeito da operação com a ArcelorMittal em conjunto com a operação com o Itaú Unibanco S/A. Entretanto, ao longo do presente processo, a Requerente se manifestou no sentido de que as operações são completamente distintas e independentes.
42. De acordo com o contrato, as participações alienadas pela ArcelorMittal à Gerdau totalizaram R\$294.980.000,00 e foram distribuídas na seguinte forma:

Companhia	Número de ações	Valor total	Preço por ação
Gerdau Açominas S.A.	3.157.259	R\$ 72.586.209	R\$ 22,99
Gerdau Aços Longos S.A	3.431.097	R\$ 156.941.083	R\$ 45,74
Gerdau Aços Especiais S.A.	3.157.259	R\$ 23.666.396	R\$ 7,50
Gerdau América Latina Participações S.A.	3.157.259	R\$ 41.786.312	R\$ 13,23

43. Se fosse pago, ao Itaú, o mesmo preço por ação de cada companhia adquirida da ArcelorMittal, a Gerdau teria uma despesa de R\$ 528.151.863,00 para completar a aquisição.
44. Então, somando os montantes indicados nos parágrafos 42 e 43, a operação abrangendo as duas partes vendedoras teria custado R\$823.131.863,00 à Gerdau.
45. Contudo, o valor total divulgado para as aquisições em conjunto foi de R\$ 1.986.000.000,00.
46. Isto posto, diante da discrepância em relação aos preços pagos a cada uma das partes vendedoras, a meu ver, fica claro que as operações são, de fato, distintas.
47. Além disso, de acordo com o que consta no processo CVM nº RJ 2015-8486, em especial a correspondência do Itaú referida nos parágrafos 23 a 25 deste relatório, restou evidenciado que a operação entre a Gerdau e o Itaú foi realizada, também, por influência de outros contratos.
48. Dessa forma, me parece que a divulgação das operações em conjunto como foi feito no Fato Relevante e Comunicado ao Mercado mencionados nos parágrafos 2º a 9º, mesma que ambas estejam dentro do “Projeto Gerdau 2022”, **não** atende aos pressupostos de transparência adequados.
49. A meu ver, poderia sanar a questão, a divulgação, em linguagem clara e objetiva, de forma completa, consistente e que não induza o investidor a erro das seguintes informações **referentes exclusivamente à parcela da operação que tem como contraparte a ArcelorMittal:**
- Valor total da operação, segregando os valores a serem pagos em ações e os valores em dinheiro;
 - Percentual e quantidade de ações de cada empresa operacional objeto das

aquisições;

- c. Preço pago por cada ação das empresas adquiridas;
- d. Objetivos e os efeitos econômicos esperados da operação, em contexto com os valores pagos;
- e. As razões pelas quais os membros do conselho de administração se sentem confortáveis de que a operação é benéfica para a Gerdau.

50. Neste contexto, cabe deixar registrado que a eventual divulgação mencionada no parágrafo acima não significa que possíveis falhas de divulgação referentes a esta operação ficariam sanadas, de forma que os administradores e controladores da Companhia ainda estariam sujeitos à apuração das eventuais responsabilidades.

Imparcialidade

51. Em relação à imparcialidade, aparentemente o negócio entre Gerdau e ArcelorMittal está sendo realizada entre partes independentes.

52. Além disso, a Companhia informa que a *“operação de aquisição das participações detidas pela ArcelorMittal não está nem estava vinculada à aquisição das participações detidas pelo Itaú Unibanco S/A, e o andamento, condições ou a conclusão de uma operação não depende das condições ou da conclusão de outro negócio. Uma das aquisições foi do Itaú Unibanco S.A. e, a outra, **distinta e independente**, da ArcelorMittal. Apenas a segunda operação teve pagamento em ações e, dessa forma, o respectivo pagamento não é influenciado pela outra operação ou por quaisquer outros instrumentos, além do contrato.”*.

53. Pelos parágrafos 51 e 52, não há elementos para inferir que a negociação privada a ser realizada com a ArcelorMittal não se dará no melhor interesse da Requerente, sem beneficiar qualquer acionista em detrimento dos demais.

54. Nesse ponto, cabe reforçar que a operação que teve o Itaú como contraparte é alvo das reclamações que são objeto do processo CVM nº RJ 2015-8486, sendo que essa operação não está sendo analisada no presente processo.

Considerações Finais

55. Conforme voto do Diretor Relator Otavio Yazbek, de 22/11/2012, relativo ao Processo CVM n.º RJ 2012/9843, referindo-se ao seu próprio voto proferido no âmbito do Processo CVM n.º RJ 2011/11230, julgado em 20/12/2011, cita que *“as peculiaridades da vida empresarial têm, cada vez mais, demandado certa flexibilidade na utilização das ações de própria emissão. Como exemplo que, aliás, já foi reconhecido pela CVM, tem-se a utilização das ações mantidas em tesouraria como ‘moeda’ em operações societárias. [...] Não só porque o Colegiado, em outras oportunidades, já entendeu desta maneira, mas, também, porque, no limite, se não se autorizasse a utilização das ações, seria bem possível que a Requerente ou tivesse que despender mais recursos para adquirir a propriedade dos ativos”*.

56. No presente caso, a Companhia já possui as ações em tesouraria e já ocorreu a aprovação pelo Conselho de Administração para a operação societária de aquisição das participações nas companhias operacionais, conforme consta na ata de reunião do Conselho de Administração de 13/07/2015 e divulgada no Fato Relevante de 14/07/2015.

57. Baseando a análise na argumentação da requerente relativa à jurisprudência da CVM em casos análogos, especificamente com relação ao alcance da Instrução CVM nº 10/1980, há motivo suficiente para **condicionar** a permissão para a realização da operação à divulgação com **níveis de transparência adequados**.

58. A respeito do pedido da Tarpon mencionado no parágrafo 26, entendo que, por serem de naturezas distintas, as operações devem ser analisadas e divulgadas independentemente, o

que não significa que o conteúdo de um processo administrativo não possa ser utilizado como instrumento auxiliar em outro processo.

CONCLUSÃO

59. Com relação ao pedido de alienação privada das Ações mantidas em tesouraria, parece que o caso não está plenamente circunstanciado, carecendo de divulgação adequada, o que poderia ser solucionado com a divulgação das informações mencionadas na forma do parágrafo 49.
60. Sanada essa questão, me parece que o pedido encontraria respaldo em decisões do colegiado de casos semelhantes para que fosse autorizado.
61. Isso posto, do ponto de vista da análise da autorização excepcional, prevista no artigo 23 da Instrução CVM nº 10/1980, em minha opinião, a Gerdau somente poderia alienar privadamente as ações de sua própria emissão, no âmbito do “*Share Purchase and Swap Agreement*” apresentado neste processo, após a divulgação citada no parágrafo 59, ressaltando que a eventual divulgação não afasta uma eventual futura investigação pela CVM por falhas na divulgação no momento inicial, conforme assinalado no parágrafo 50.
62. Por fim, sugiro o encaminhamento do processo ao SGE, para que, se de acordo, seja submetido ao Colegiado para apreciação, com a sugestão de que o pedido de autorização para a negociação privada com ações de própria emissão, especificamente no que se refere à entrega de ações em tesouraria à ArcelorMittal como parte do pagamento da operação seja concedido desde sejam atingidos os níveis de transparência adequados com a divulgação, no mínimo, do que foi exposto no parágrafo 49.

[1] Processos CVM n.º RJ2004/3666, RJ2011/11230 e RJ2012/9843, julgados, respectivamente, em 22.6.04, em 20.12.11 e em 22.11.12.

[2] Tratava-se de pedido de autorização apresentado por Minerva S.A. para alienação privada de ações de sua emissão mantidas em tesouraria para adimplemento de parte do preço de aquisição das ações de emissão da companhia uruguaia Pulsa S.A.

Em 25 de fevereiro de 2016.



Documento assinado eletronicamente por **Ivo Martins Daher, Analista**, em 29/02/2016, às 15:02, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Guilherme Rocha Lopes, Gerente**, em 29/02/2016, às 17:01, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 29/02/2016, às 17:40, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0080903** e o código CRC **F083C72B**.

This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0080903** and the "Código CRC" **F083C72B**.