



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### VOTO

#### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.000115/2017-80

Reg. Col. 0547/17

**Interessados:** Companhia Siderúrgica Nacional  
CSN Cimentos S.A.  
DIPLIC – Fundo de Investimento Multimercado.

**Assunto:** Recurso contra entendimento da Superintendência de Registro de Ofertas Públicas – SRE a respeito de reclamação sobre a não realização de OPA por alienação de controle da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.

### RELATÓRIO

#### 1. Do Objeto

1. Trata-se de recurso apresentado em 03/01/2017 pela Companhia Siderúrgica Nacional, pela CSN Cimentos S.A. e pelo DIPLIC – Fundo de Investimento Multimercado (em conjunto denominados “CSN” ou “Recorrente”), na qualidade de acionistas minoritários da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. (“Usiminas” ou “Companhia”), contra decisão da Superintendência de Registro de Ofertas Públicas – SRE que apreciou reclamação sobre a necessidade de realização de OPA por alienação de controle da Usiminas.

#### 2. Da Reclamação<sup>[1]</sup>

2. Em 10/11/2014, a CSN protocolou reclamação junto à CVM apontando a necessidade de revisão do posicionamento da área técnica, exarado no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2011/13706<sup>[2]</sup>, quanto a não incidência do art. 254-A da Lei nº 6.404/76 (“LSA”) no âmbito da operação ocorrida em 17/01/2012 (“Operação”), por meio da qual a Confab Industrial S.A., a Prosid Investiments S.C.A., a Siderar S.A.I.C e a Ternium Investiments S.àr.1 (em conjunto, “Grupo T/T”) adquiriram ações ordinárias de emissão da Usiminas, à época de titularidade da VBC Energia S.A., da Votorantim Industrial S.A. (em conjunto, “Grupo V/C”) e da Caixa dos Empregados da Usiminas (“CEU”), passando a compor, dessa forma, o bloco de controle da Companhia.

3. Instados a se manifestarem acerca da Operação no âmbito do referido processo administrativo, a Usiminas e o Grupo T/T esclareceram que as alterações na composição acionária da Companhia não ensejariam a realização da OPA prevista no art. 254-A da LSA, visto que, mesmo após a aquisição de ações do Grupo V/C e da CEU, a participação adquirida pelo Grupo T/T ainda era inferior àquela detida pelo Grupo Nippon, que, inclusive, reforçou a sua participação no bloco de

controle.

4. Entretanto, nos termos da Reclamação apresentada pela Recorrente, o que teria ocorrido – de forma “velada” – seria a efetiva alienação do controle da Companhia, anteriormente compartilhado, para o Grupo T/T, por meio de um conjunto de operações com o designo de dissimular a alienação de controle da Usiminas.
5. Neste sentido, a Recorrente afirmou que o poder de controle havia sido alienado por meio de três atos sucessivos, quais sejam, (i) o contrato de compra e venda de ações; (ii) a mudança de redação do acordo de acionistas; e (iii) a colusão entre o Grupo T/T e a CEU e entre o Grupo T/T e o Grupo Nippon, realizados a partir de um “acordo tácito de controle”[3].
6. Nessa direção, ressaltou que, a despeito de o contrato de compra e venda de ações e o acordo de acionistas terem conferido a impressão de que havia uma paridade de poderes dentro do bloco de controle, na realidade, o que havia sido criado, em razão dos diversos acordos tácitos, era uma administração que não poderia ser destituída, sem que houvesse consenso entre os membros do bloco de controle, de modo que, nestes termos, era necessária a concordância do próprio acionista que indicou a administração para que esta fosse alterada.
7. Isso porque, de acordo com as condições do novo acordo de acionistas, determinadas matérias, entre as quais a nomeação e destituição do diretor presidente, dependiam da aprovação de acionistas titulares de, no mínimo, 65% das ações integrantes do bloco de controle, o que, na prática, em vista das participações detidas por cada um dos acionistas[4], representava o consenso entre o Grupo Nippon e o Grupo Ternium.
8. A elevação do quórum para a aprovação das “Resoluções Ordinárias” importaria, portanto, direito de veto por parte do Grupo Nippon ou do Grupo T/T, visto que, sem a sua concordância, determinadas matérias não poderiam ser aprovadas.
9. Ademais, o acordo de acionistas realizado entre os membros do bloco de controle não previa um mecanismo de solução de impasse, razão pela qual, a cada eleição, qualquer divergência eternizaria o diretor presidente em exercício, que, logo após a formalização da Operação, teria sido indicado pelo Grupo T/T, conforme reunião do conselho de administração realizada em 17/01/2012[5].
10. Assim, no entendimento da CSN, a nova estrutura do acordo de acionistas permitiria que a administração eleita pelo Grupo T/T permanecesse por prazo indeterminado e, por conseguinte, representaria uma aquisição de poder permanente por este acionista.
11. Em seguida, a Recorrente procurou demonstrar a ocorrência da suposta fraude à legislação alegando, em apertada síntese, que o Grupo T/T havia engendrado um plano para omitir as informações relevantes que se pretendessem a comprovar a efetiva alienação de controle, tais como: (i) as mudanças de quórum dentro do acordo de acionistas[6]; (ii) as mudanças nos direitos e deveres que o acordo de acionistas novo propiciava para cada membro; (iii) o fato de o novo diretor presidente, “J.A.E.”, ter sido indicado pelo Grupo T/T[7]; (iv) a abolição da regra de rodízio para a indicação do presidente do conselho de administração pelo Novo Acordo de Acionistas [8]; e (v) o fato de que a RCA de 17 de janeiro de 2012 não havia revogado a RCA de 17 de maio de 2011 que subordinava todos os demais diretores e vice presidentes da Companhia ao diretor presidente[9].
12. No que diz respeito às mudanças no acordo de acionistas, cumpre destacar que a cláusula 1.5 do Acordo de Acionistas Original contemplava, nas palavras da Recorrente, “*uma hipótese própria (i.e., contratual) de alienação de controle, para os fins do acordo e em benefício dos seus signatários*”[10].
13. Assim, segundo o entendimento da CSN, essa regra deflagraria uma evidente contradição entre o que o Grupo T/T afirmou à CVM e o que ocorreu na realidade, ao dizer que os Fatos Relevantes 1 e 2[11] não caracterizavam evento de alienação de controle, quando as cláusulas pactuadas no Novo Acordo de Acionistas da Usiminas claramente caracterizariam tal evento.

14. Acrescentou, ainda, os seguintes elementos a partir dos quais seria possível concluir que a Operação se tratou de alienação do controle da Usiminas: (i) o valor pago pela aquisição das ações do Grupo V/C incluiria um prêmio de quase 90%; (ii) a postura passiva do Grupo Nippon diante da prevalência do Grupo T/T no comando da Usiminas seria recompensada pelo recebimento de oportunidades comerciais consubstanciadas em contratos com a Companhia[12]; e (iii) a disputa iniciada pelo Grupo Nippon para reaver o controle, que culminou com a destituição do diretor presidente indicado por este último.
15. Desse modo, segundo a Recorrente, essas sucessivas omissões de informações, quando analisadas de forma conjunta com os termos dos acordos de acionistas e com os acordos tácitos de colusão, seriam a comprovação do dolo em fraudar a legislação societária por meio de dissimulação da operação de alienação de controle, enquanto a eleição do diretor presidente indicado pelo Grupo T/T seria resultado da mudança de controle da Companhia.
16. Por fim, a Recorrente solicitou a apuração das irregularidades apontadas, para que então fossem abertas as investigações sobre os fatos narrados, visando, ao final, a determinação ao Grupo T/T de realização de uma OPA por alienação de controle, nos termos do art. 254-A da LSA e do art. 29 da Instrução CVM 361/02, sob pena de serem desfeitos todos os atos que determinaram a suposta alienação de controle narrada.

### **3. Dos esclarecimentos supervenientes**

17. Ao longo do processo a Recorrente juntou diversos adendos e manifestações, com o propósito de demonstrar a situação de instabilidade em que a Companhia se encontrava, em razão de supostas irregularidades no âmbito da administração da Usiminas e dos diversos litígios societários que foram instaurados em razão do Novo Acordo de Acionistas[13].
18. Finalmente, a Recorrente apresentou diversos pareceres com o objetivo de demonstrar a efetiva alienação de controle da Companhia, elaborados pelos senhores José Alexandre Tavares Guerreiro, Calixto Salomão Filho e Erasmo Azevedo Novaes França.

### **4. Do entendimento da SRE**

19. As supostas irregularidades apontadas pela Recorrente foram analisadas pela SRE em manifestação datada de 02/12/2016 (“Relatório 17”)[14], onde, em curta síntese, foi abordado o que segue.
20. Inicialmente, a área técnica ressaltou que, tanto o fato de a CEU ter reduzido sua participação em ações vinculadas ao bloco de controle da Usiminas[15], quanto o fato de o Grupo T/T ter pago prêmio na aquisição das ações de emissão da Companhia, foram avaliados pela área técnica quando da análise da Operação, no âmbito do processo CVM nº RJ2011/13706, não tendo sido suficientes para que a área técnica chegasse à conclusão de que a mesma resultou na alienação de controle da Usiminas, nos termos do art. 254-A da LSA.
21. Por sua vez, no que diz respeito às mudanças nos termos do acordo de acionistas, que, na visão da Recorrente, permitiriam a prevalência do Grupo T/T na administração da Companhia de modo permanente, a SRE destacou que, comparando as condições do Novo Acordo de Acionistas com as do Acordo de Acionistas Original, verifica-se que a sistemática de deliberação das matérias entre os integrantes do bloco de controle manteve-se a mesma, prevendo a realização de reuniões prévias às reuniões do conselho de administração.
22. Nesse sentido, a única diferença seria o quorum estabelecido para aprovação das Resoluções Ordinárias, que passou de 50% + 1 para 65% das ações vinculadas ao acordo de acionistas, de modo que as matérias que antes podiam ser aprovadas em reunião prévia por quaisquer dois acionistas pertencentes ao bloco de controle da Companhia[16], passaram no Novo Acordo de Acionistas a depender do consenso entre o Grupo Nippon e Grupo T/T.
23. Assim, a SRE concluiu que o principal impacto da alteração acima mencionada diz respeito ao

poder de veto na deliberação das Resoluções Ordinárias[17], o qual não era detido isoladamente por nenhum dos membros do bloco de controle no âmbito do Acordo de Acionistas Original e, após o Novo Acordo de Acionistas, passou a ser detido somente pelo Grupo Nippon e pelo Grupo T/T.

24. Dito isto, a área técnica analisou isoladamente as regras de deliberação das principais matérias que poderiam influenciar diretamente o mecanismo de controle e a gestão da Companhia, entre as quais, destaca-se a “indicação, aprovação, destituição e substituição do diretor presidente”, que, na visão da CSN, seria um dos principais elementos aptos a demonstrar a existência de alienação do controle.
25. Nesse sentido, verificou-se que, sob o regime do Acordo de Acionistas Original, o diretor presidente era indicado em conjunto pelos Grupos Nippon e T/T, sendo que a sua aprovação dependeria do consenso da CEU, por se tratar de Resolução Especial. Por sua vez, de acordo com o Novo Acordo de Acionistas tanto a indicação quanto a aprovação e a destituição do diretor presidente resultariam do consenso entre os Grupos Nippon e T/T, não dependendo da concordância da CEU.
26. Concluiu-se, portanto, que desde o Acordo Original seria possível que o diretor presidente se perpetuasse no cargo, caso não houvesse acordo entre os dois principais grupos do bloco de controle sobre a sua destituição, razão pela qual não mereceria prosperar a alegação da Recorrente de que o Novo Acordo de Acionistas teria tornado o diretor presidente irremovível.
27. Desse modo, a área técnica concluiu que, na prática, o principal efeito das alterações do Novo Acordo de Acionistas foi o esvaziamento da influência que a CEU exercia no bloco de controle[18].
28. Quanto ao argumento que a diretoria da Companhia estaria subjugada ao seu diretor presidente em razão da estrutura organizacional aprovada em reunião do conselho de administração, a área técnica destacou que não foram encontrados elementos que confirmassem esse cenário por duas razões, quais sejam: (i) nos termos de seu Estatuto Social, a diretoria da Usiminas continuou tendo as competências ali previstas[19]; e (ii) ainda que a diretoria estivesse subjugada ao diretor presidente, não se poderia afirmar que o diretor presidente seria capaz de controlar a Companhia, uma vez que existem diversas competências essenciais para a condução de seus negócios que são do conselho de administração, conforme se verifica do art. 13 do Estatuto Social da Usiminas.
29. Após a análise das informações trazidas pela CSN e o levantamento de novos dados, a SRE afirmou que, além de entender que a celebração de contratos entre a Companhia e sociedades na qual o Grupo Nippon detém participação, não importa em benefício a este último, não teria verificado nenhum aumento relevante no volume financeiro de tais contratos após a Operação.
30. Por fim, no que diz respeito aos eventos posteriores suscitados pela Recorrente ao longo de diversas manifestações, a área técnica destacou que as disputas existentes entre o Grupo Nippon e o Grupo T/T na gestão da Usiminas corroborariam a conclusão inicial da SRE, “*demonstrando que até a presente data nem o Grupo T/T ou a Nippon prevalecem de modo permanente no controle da Companhia, estando resguardado o equilíbrio de poder entre os dois maiores acionistas do bloco de controle*”[20].
31. Desta forma, a SRE concluiu pela manutenção de seu entendimento inicial, de que a entrada do Grupo T/T no bloco de controle da Companhia não ensejaria a necessidade de realização da OPA por alienação de controle de que trata o art. 254-A da LSA.

## 5. Do Recurso

32. Em 03/01/2017, a CSN apresentou recurso (documento 0209479) contra a decisão[21] da SRE que entendeu não ter se configurado a hipótese de alienação de controle para os fins do disposto no art. 254-A da LSA e no art. 29 da Instrução CVM 361/02.

33. Inicialmente, a Recorrente esclareceu que, do ponto de vista técnico, a SRE teria faltado com sua responsabilidade de instruir corretamente o processo administrativo, visto que não teria buscado esclarecer minimamente o contexto em que se inseriam os fatos e informações apresentados pela Recorrente e nem ao menos intimado a Usiminas, o Grupo T/T ou o Grupo Nippon a se manifestar acerca da reclamação.
34. Para a Recorrente, ao agir desta forma, a SRE teria se limitado a uma análise de direito em um contexto no qual os elementos fáticos seriam fundamentais para a real compreensão da cadeia concatenada de atos que, isoladamente, transpareceriam um “compartilhamento de poder”, mas que, na realidade, teriam sido conduzidos com o propósito de disfarçar a operação de alienação de controle.
35. Ainda em sede preliminar, a Recorrente afirmou que, em situações em que a prova direta da fraude é impossível, tal como se revelaria no presente caso, caberia a utilização de provas indiciárias, desde que os indícios sejam múltiplos, veementes, convergentes e graves[22].
36. Nessa esteira, a Recorrente indicou que um indício fortíssimo da ocorrência da fraude seria o sobrepreço pago pelas ações integrantes do bloco de controle da Companhia, que teriam sido pagas com um ágio de 82,7%[23] aproximadamente, quando comparadas com o valor de cotação das ações na bolsa.
37. Quanto à alteração das condições do acordo de acionistas, a CSN alegou que, ao avaliar as cláusulas do Novo Acordo de Acionistas, a SRE não teria alcançado os efeitos práticos que as novas disposições teriam para fins de controle societário e de organização da administração da Companhia.
38. Nesse sentido, afirmou que, muito embora os termos do acordo confirmem poder de veto tanto ao Grupo Nippon quanto ao Grupo T/T, na prática, esta prerrogativa teria sido recebida com pesos diferentes entre os dois grupos, na medida em que o diretor presidente e, por consequência, a Diretoria teriam sido indicados apenas pelo Grupo T/T[24].
39. Além disso, conforme exposto pela Recorrente, a SRE teria ignorado um ponto fundamental quanto às regras de deliberação previstas no Novo Acordo de Acionistas, qual seja, a exclusão do mecanismo de solução de controvérsias anteriormente previsto no Acordo de Acionistas Original, o que possibilitaria que um impasse entre os Grupos Nippon e T/T propiciasse o estado de imobilismo pretendido pelos signatários do novo acordo.
40. No que diz respeito à estrutura administrativa da Usiminas, esclareceu que, ao afirmar que a Diretoria estaria subordinada ao diretor presidente, a Recorrente teria por objetivo ressaltar que tais administradores estariam vinculados à linha de gestão e de administração definida pelo diretor presidente, que, inusitadamente, teria a prerrogativa de solicitar a destituição de qualquer membro da Diretoria.
41. Ainda quanto a este ponto, acrescentou que, não obstante as ponderações da SRE de que as competências dos órgãos administrativos da Companhia não teriam sido alterados, na realidade, em razão do poder de veto de que dispunham o Grupo Nippon e o Grupo T/T quanto às matérias a serem deliberadas no conselho de administração, este último poderia deliberar apenas os temas que fossem de seu interesse, relegando os demais à Diretoria, que precisaria agir em nome da Companhia em caso de impasse no conselho[25].
42. Ademais, o Recorrente reiterou vários dos argumentos apresentados em sua Reclamação inicial e apresentou novos fatos relativos às controvérsias mantidas entre o Grupo Nippon e o Grupo T/T no que diz respeito à gestão da Companhia.
43. Por fim, a Recorrente requereu que fosse anulado o parecer exarado pela área técnica, determinando a remessa dos autos à SRE para que fosse dado ao processo a sua devida instrução, e ainda, de forma subsidiária, caso fosse entendido que existem elementos suficientes para apreciar e julgar o processo, que fosse determinado ao Grupo T/T a realização da OPA por alienação de controle.

## 6. Do entendimento da SRE sobre o recurso

44. Em 12/01/2017, a SRE apresentou manifestação (Documento 0214607) sobre o recurso protocolado pela CSN, tendo mantido seus entendimentos iniciais.
45. No que concerne à devida instrução processual, a SRE aduziu que “[a]o contrário do afirmado pela CSN, não é o ente privado quem determina quais medidas e providências devem ser tomadas pelo órgão administrativo. No máximo, pode sugerir medidas. Mas é este último a quem cabe avaliar o que é suficiente e necessário para alcançar suas conclusões.”[26] e ainda, completou afirmando que “[n]a verdade, toda a problemática envolvendo a Usiminas e os conflitos societários entre os seus acionistas controladores, incluindo questões levantadas pela CSN, são objetos de **dezenas** de processos administrativos, conduzidos especialmente pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP (superintendência cuja principal atribuição é supervisionar as companhias abertas e questões atinentes às mesmas)”[27].
46. Em seguida, esclareceu a SRE que, no âmbito da presente reclamação, não tratou de revisitar a análise da Operação, que já havia sido realizada anteriormente, razão pela qual não houve a necessidade de nova solicitação de manifestação das partes envolvidas na Operação.
47. Ademais, a área técnica ressaltou que, conforme se denota do Relatório 17, foram consideradas informações trazidas pela Recorrente bem como informações públicas da Companhia, tais como Formulários de Referência, Acordos de Acionistas, Atas de Assembleias e Atas de Reuniões de Conselho de Administração, o que permitiu alcançar as conclusões expostas naquele relatório sem necessidade de outras diligências.
48. Quanto ao mérito, a SRE destacou que chegou as suas conclusões com base na análise de diversas informações e fatos, que, conforme exaustivamente descrito e fundamentado no Relatório 17, levaram em conta, precipuamente, não teses abstratas de direito, mas a realidade que se observa desde a época da reclamação da CSN até os dias atuais, não cabendo dessa forma a alegação de que foi feita somente uma análise abstrata da situação.
49. No que diz respeito às supostas alterações no poder de controle da Companhia, a SRE destacou que, na realidade, o que teria ocorrido seria um esvaziamento da influência da CEU no âmbito do Novo Acordo de Acionistas, de forma que, apesar de o primeiro Diretor- Presidente indicado ter sido representante do Grupo T/T, tal indicação contou com apoio do Grupo Nippon.
50. Não obstante, a área técnica ressaltou inclusive que “em 25/09/2014, o Conselho de Administração da Companhia, por 5 votos a 5 e o voto de desempate do Presidente do Conselho (indicado pelo Grupo Nippon), aprovou: (i) a destituição do Diretor Presidente da Companhia, do Diretor-Vice Presidente de Subsidiárias, e do Diretor Vice Presidente Industrial, e (ii) a eleição, em caráter temporário, de um indicado pelo Grupo Nippon para o cargo de Diretor Presidente, além da eleição de novo Diretor Vice Presidente Industrial da Companhia, Diretor Vice Presidente Industrial da Companhia Diretor Vice Presidente de Subsidiárias”.
51. Por essa razão, na visão da área técnica “se ainda havia dúvidas de que o Grupo T/T não exercia isoladamente o controle da Companhia, entendemos que tal dúvida foi dirimida com a eleição de uma Diretoria predominantemente indicada pelo Grupo Nippon, após aprovação pelo Conselho de Administração da Companhia presidido por um membro indicado pelo mesmo Grupo Nippon”.
52. No que tange aos contratos com partes relacionadas, primeiramente a SRE destacou que, diferentemente do que argumentou o Recorrente, ao buscar uma análise mais detalhada e abrangente, tendo inclusive filtrado dados repetidos, a área técnica conseguiu obter informações mais precisas sobre a situação dos contratos. Tendo, em razão de tal análise, chegado à conclusão que, além de não ser possível afirmar que haveria qualquer anormalidade no número de contratos firmados após a entrada do Grupo T/T, também não seria possível afirmar que os supracitados contratos beneficiariam o Grupo Nippon[28].

53. Após a análise, a SRE concluiu que não teria como a tese da Recorrente de alienação de controle da Usiminas prosperar, motivo pelo qual reiterou a conclusão explicitada no MEMO/SRE/GER-1/Nº 14/2012, quando da análise do processo CVM nº RJ2011/13706, sugerindo a manutenção da decisão exarada por meio do Ofício nº 434/2016/CVM/SRE/GER-1.

## 7. Da Distribuição do Processo

54. Em reunião do Colegiado ocorrida no dia 24/01/2017, o processo foi distribuído para mim, nos termos do art. 2º e art. 3º da Deliberação CVM nº 558/2008.

## VOTO

1. A CSN, em seu recurso, requereu: (i) que fosse analisada a necessidade de remeter novamente os autos do processo em epígrafe para a área técnica, anulando o parecer apresentado pela SRE em razão da falta de instrução processual satisfatória; ou (ii) em se admitindo que a instrução foi satisfatória, que fosse reconhecida a “alienação disfarçada de controle” da Usiminas, com a consequente determinação de realização da OPA por alienação de controle, nos termos do art. 254-A da LSA e do art. 29 da ICVM 361/02, sob pena de se determinar a anulação de todos os atos ocorridos no âmbito da Operação.
2. Quanto à preliminar, sustenta a Recorrente a nulidade processual em virtude de violação à ampla defesa e ao contraditório, por entender que o processo teria sido instruído de forma incorreta, desrespeitando os arts. 2º e 29, da Lei nº 9784/99.
3. No que diz respeito à ausência de manifestação da Usiminas e das demais partes envolvidas, destaco que a SRE, ao tempo da Operação, instaurou, *ex officio*, o Processo Administrativo CVM nº RJ2011/13706, no âmbito do qual foram requeridas as manifestações da Usiminas e do Grupo T/T quanto à existência de alienação de controle da Companhia em decorrência da operação de transferência de participação acionária que ensejou a alteração na composição do bloco de controle.
4. Verificando esse histórico, entendo que a área técnica atuou de forma diligente, tanto que, independentemente de provocação, buscou as informações pertinentes à Operação, inclusive intimando as partes envolvidas para se manifestarem sobre a questão. Posteriormente, com as informações pertinentes, analisou os elementos levantados pela Recorrente, concluindo pela não configuração da alienação de controle e, por conseguinte, pela não incidência da OPA prevista no art. 254-A da LSA.
5. Pretende a Recorrente que, agora, em virtude de sua reclamação, todas as intimações sejam refeitas para buscar as mesmas informações já obtidas, o que, *data venia*, não me parece razoável nem lógico.
6. Acrescenta-se a isso o fato de que, nos últimos anos, foram abertos diversos processos administrativos no âmbito dessa autarquia em decorrência de acontecimentos envolvendo a administração da Usiminas<sup>[29][30]</sup>, no âmbito dos quais foram conduzidas diversas diligências e levantadas informações que puderam ser aproveitadas nas análises dos demais processos em curso na CVM, inclusive no caso ora em apreço.
7. Nesse contexto, grande parte dos fatos suscitados pela CSN em suas manifestações diz respeito a conflitos existentes no âmbito da administração da Companhia e que serão mais adequadamente analisados nos outros processos conduzidos pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP.
8. Desse modo, não vislumbro qualquer dano processual ou insuficiência de instrução, razão pela qual rejeito a preliminar de nulidade.
9. Quanto ao mérito, parece-me que as novas condições ajustadas no Acordo de Acionistas e as alegações formuladas pela CSN quanto ao contexto fático que se seguiu à Operação não

evidenciam, com o mínimo de segurança, a situação de alienação do poder de controle da Companhia ao Grupo T/T.

10. No que diz respeito às novas condições do Acordo de Acionistas, como muito bem pontuado pela área técnica, o que se verificou foi apenas o esvaziamento da influência da CEU na aprovação das matérias sujeitas à deliberação em reunião prévia, o que não configuraria alteração de controle.
11. Conforme demonstrado na decisão recorrida, a alteração dos quóruns de aprovação para Resoluções Ordinárias e Especiais não modificou em nada o equilíbrio de poder existente entre os Grupos Nippon e T/T quando comparado com a composição do controle anterior (Grupos Nippon e V/C).
12. A única alteração substancial nas regras de deliberação seria o poder de veto decorrente da elevação do quórum das Resoluções Ordinárias, o qual, na prática, seria mais um elemento a demonstrar o esvaziamento da influência da CEU, mas não representaria uma modificação na composição de “forças” capaz de colocar o Grupo T/T em posição diferenciada daquela que antes era ocupada pelo Grupo V/C, sendo certo que, tanto antes como após a Operação, o poder era exercido em conjunto com o Grupo Nippon.
13. Também não há como concluir que a exclusão do mecanismo de resolução de controvérsias previsto no Acordo de Acionistas Original asseguraria a permanência do representante do Grupo T/T no comando da Usiminas, uma vez que o mecanismo original, previsto na cláusula 4.5 então vigente, seria aplicado apenas em hipóteses extremamente específicas<sup>[31]</sup>, dentre as quais não se incluía a solução de impasse quanto à escolha ou substituição de diretor presidente. Por esta razão, entendendo que a modificação relacionada ao mecanismo de solução de controvérsias do acordo não afetaria a possibilidade de alteração da composição da administração.
14. Ainda sobre a suposta “estabilização” conferida pelos termos do Novo Acordo de Acionistas, ressalto que, mesmo diante do impasse entre os integrantes do bloco de controle, por ocasião da RCA de 24/09/2014, foi aprovada a destituição do diretor presidente e de outros diretores da Usiminas, com voto de desempate do presidente do conselho de administração.
15. Assim, nada obstante a ausência de consenso entre os acionistas do bloco de controle, os conselheiros puderam exercer suas atribuições através do voto em reunião do conselho de administração, interpretando, conforme as circunstâncias do caso concreto e suas obrigações fiduciárias, a regra da Cláusula 4.14<sup>[32]</sup> do Novo Acordo de Acionistas.
16. Tal evento demonstra que a ausência de consenso não impediu, na prática, a superação do impasse, o que reforça a conclusão da SRE de que o compartilhamento do poder de controle entre os integrantes do bloco permaneceu vigente.
17. Nessa linha, os eventos posteriores à Operação também não são capazes de demonstrar, com um mínimo de certeza, que o poder de controle da Usiminas teria sido transferido ao Grupo T/T.
18. A eleição inicial de profissional ligado ao Grupo T/T como diretor presidente da Usiminas não seria suficiente para comprovar a transferência do controle a este grupo, uma vez que, nos termos do Novo Acordo de Acionistas, a indicação e aprovação de tal diretor dependiam do consenso com o Grupo Nippon, o que foi reconhecido, inclusive, pela própria Recorrente.
19. Além disso, o referido diretor presidente foi destituído na RCA de 25/09/2014, tendo permanecido no cargo por pouco mais de dois anos, entre janeiro de 2012 e setembro de 2014. Para o seu lugar foi eleito R.E.S., profissional indicado pelo Grupo Nippon.
20. Quanto à prerrogativa do diretor presidente de indicar parte dos membros da Diretoria (aqueles não indicados pelos Grupos Nippon e T/T), cabe observar que, ainda que a indicação coubesse ao diretor presidente, a eleição desses profissionais dependeria do consenso entre os dois grupos de acionistas vinculados ao acordo.
21. A Recorrente sustenta ainda que, com a alienação das ações de titularidade do Grupo V/C, o poder de controle passou a ser exercido exclusivamente pelo Grupo T/T, com o aval informal do Grupo



Nippon, que teria recebido compensação financeira por meio de contratos celebrados entre a Companhia e sociedades ligadas a este grupo.

22. Essa tese da recorrente não encontra substrato fático, como bem demonstrado pela área técnica, que verificou não existir correlação entre a Operação e o aumento de contratos celebrados entre partes relacionadas ao Grupo Nippon, o que torna insubsistente o fundamento central da tese desenvolvida pela Recorrente.
23. Além disso, as circunstâncias fáticas levantadas pela própria Recorrente, em especial os notórios conflitos societários que impactaram a gestão da Companhia, demonstram a ausência de sintonia entre essas partes, conforme se extrai das peças juntadas aos autos pela Recorrente, referentes aos processos 001894-92.2012.8.26.0565 [33] e 2467463-572014.8.13.0024[34].
24. Desta forma, não há evidências mínimas de que o Grupo T/T exerça com exclusividade o poder de controle da Usiminas.
25. O único argumento substancial da Recorrente refere-se ao sobrepreço das ações integrantes do bloco de controle, que parece, à primeira vista, elevado. Ocorre que esse elemento isolado não seria suficiente para gerar a conclusão de que houve alteração de controle, até mesmo em virtude da dificuldade em definir com precisão quais seriam os valores justos e como deveria ser precificada uma ação integrante do bloco de controle.
26. Em síntese, verificou-se, no caso, uma alteração na composição do bloco de controle, com a transferência da participação do Grupo V/C ao Grupo T/T e a alienação de parte das ações detidas pela CEU aos outros dois acionistas integrantes do bloco, sem que isso gerasse um reajuste substancial das forças dentro do grupo de controle, em especial porque foi mantida a participação majoritária do Grupo Nippon.
27. Nesse sentido, registre-se ainda que, conforme precedentes da CVM[35], a mera troca de um dos membros do bloco não configuraria, via de regra, hipótese de alteração de controle para fins de realização de Oferta Pública de Ações (254-A da LSA)[36].
28. Não há, portanto, no recurso, argumentos que sejam suficientemente embasados para justificar a reforma da decisão da área técnica.
29. Acrescente-se, por fim, que, ausente a configuração clara da situação de alteração de controle, não deve a CVM determinar a realização da OPA, tendo em vista que tal obrigação impõe graves limitações ao direito de propriedade do alienante, o que impõe a adoção, nesse ambiente, de interpretação estrita da norma, como explica, com propriedade, Paulo Eduardo Penna, em monografia sobre o tema:

*“É evidente que essa apuração poderá não apontar resultados conclusivos, principalmente diante dos complexos sistemas de freios e contrapesos previstos nos sofisticados acordos de acionistas celebrados no âmbito das companhias abertas. Não sendo possível identificar a predominância do novo integrante do bloco de controle, não se deve impor a ele a obrigação de formular a OPA a posteriori. Lembre-se, a esse propósito, que, não obstante a ampla abrangência conferida ao art. 254-A da LSA à forma de se atingir a alienação de controle, trata-se de norma excepcional, posto que estabelece limitações ao direito de propriedade do alienante, e, portanto interpretação estrita. Em nosso entender, havendo dúvida, não há como exigir a obrigatoriedade no lançamento da oferta pública de ações.”*

30. Por todo o exposto, rejeito a preliminar de nulidade processual e nego provimento ao recurso, com a manutenção integral da decisão da área técnica.
31. É como voto.

Rio de Janeiro, 24 de outubro de 2017.

## Gustavo Borba

o

[1] Fls. 01-44, Vol. 01 do Processo Administrativo RJ2014/12918.

[2] O referido processo administrativo foi instaurado pela SRE antes da apresentação de Reclamação pela CSN, para a análise de eventual incidência de oferta pública de aquisição (OPA) por alienação de controle da Usiminas em função da celebração de contratos de compra e venda de ações vinculadas ao bloco de controle da Companhia, conforme fato relevante divulgado em 28.11.2011.

[3] Reclamação da CSN, parágrafo 6º, página 04.

[4] De acordo com o fato relevante divulgado ao mercado pela Usiminas em 17.01.2012, após a Operação, a composição acionária do bloco de controle seria a seguinte: (i) o Grupo Nippon tornou-se titular de 29,45% das ações ordinárias da Companhia, dentre as quais 46,12% estariam vinculadas ao novo acordo de acionistas; (ii) o Grupo T/T tornou-se titular de 27,66% das ações ordinárias da Usiminas, das quais 43,31% estariam vinculadas ao novo acordo de acionistas; e (iii) a CEU tornou-se titular de 10,57% das ações ordinárias da Companhia, das quais 6,75% estariam vinculadas ao novo acordo de acionistas (fl. 09 da Reclamação).

[5] Nos termos da Reclamação apresentada pela CSN, nesta ocasião, os membros do conselho de administração indicados anteriormente pelo Grupo V/C teriam apresentado a sua renúncia e, diante disso, o Grupo T/T/ teria nomeado membros substitutos até a AGO de 2012 (fl. 09 da Reclamação).

[6] Conforme exposto pela Recorrente, as mudanças de quórum viabilizariam não somente uma perpetuação da atual administração, como também ampliaria os poderes da Diretoria, uma vez que, além da competência estatutária, teria competência residual para decidir sobre as matérias que não caberiam ao Conselho de Administração, o qual, por sua vez, estaria paralisado em razão da “regra de consenso” (fl. 17 da Reclamação).

[7] Ressalta-se que, muito embora a Recorrente afirme em diversas passagens que o diretor presidente teria sido indicado pelo Grupo T/T, ela mesma admite no parágrafo 54 da Reclamação que o referido diretor teria sido eleito com a concordância do Grupo Nippon e da CEU.

[8] Cláusulas 4.8 do Acordo Original e 4.7 do Novo Acordo.

[9] Segundo a Reclamação, na sua página 15º, essa regra foi ratificada na RCA de 15 de fevereiro de 2012.

[10] Reclamação CSN, página 17º, parágrafo 69º.

[11] Documentos nº 4 e nº 11

[12] De acordo com a CSN, as transações celebradas entre o Grupo Nippon e a Usiminas teriam contribuído para a mudança significativa nos resultados da Companhia, que teria saído do lucro para suportar os prejuízos altos (fl. 24 da Reclamação).

[13] Como, por exemplo, as petições de fls. 763 até 770; fls. 921 até 925; e 1295 até 1306 do Processo Administrativo nº RJ2014/ 12918.

[14] Relatório nº 17/2016-CVM/SER/GER-1, fls. 1600 até 1625 do Processo Administrativo RJ2014/12918.

[15] Conforme a estrutura da Operação, a CEU reduziu a sua participação acionária no bloco de controle de 10,13% para 6,75%, mediante duas transações de alienação de ações, de igual percentual (1,69%, cada), para o Grupo Nippon e para o Grupo T/T (conforme organograma constante da fl. 1601 do

Processo Administrativo RJ2014/12918).

[16] Em vista do quórum fixado no acordo de acionistas anterior, as Resoluções Ordinárias poderiam ser aprovadas mediante manifestação favorável do Grupo Nippon + Grupo V/C, do Grupo Nippon + CEU ou do Grupo V/C + CEU.

[17] No que diz respeito às Resoluções Especiais, muito embora tenha sido modificado o quórum de aprovação para 90%, na prática, manteve-se a mesma sistemática, uma vez que, tanto no Acordo de Acionistas Original, quanto no Novo Acordo de Acionistas a aprovação destas matérias dependia do consenso entre os três grupos integrantes do bloco de controle.

[18] Não obstante, a SRE ressaltou que a redução da participação da CEU no Novo Acordo de Acionistas ainda é destacada nos termos da sua cláusula 5.3, segundo a qual a CEU tem a opção, desde 06/11/2016, de desvincular do Novo Acordo de Acionistas todas as suas ações integrantes do bloco de controle, desde que notifique previamente por escrito todos os demais acionistas da Companhia.

[19] Segundo o seu art. 19, os membros da diretoria podem tomar decisões independentemente da vontade do diretor presidente, o qual possui, conforme previsto no art. 20 do referido documento, o voto de desempate nas reuniões da diretoria.

[20] Fl. 1623, Vol. 08, do Processo Administrativo CVM nº RJ2014/12918.

[21] Ofício nº 434/2016/CVM/SRE/GER-1.

[22] A Recorrente juntou a sua peça o voto de minha autoria, nos autos do processo PAS CVM nº SP2012/374, que aqui transcrevo: *“16. Como amplamente aceito pela jurisprudência da CVM, a prova indiciária, ou seja, a existência de 'indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriz[em] uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado é válida para o convencimento do julgador.”*

[23] Valor retirado da comunicação de um acionista da Confab (empresa integrante do Grupo T/T) sobre a operação da entrada da empresa no bloco de controle da Usiminas, mediante a compra de ações com o supracitado ágio (citação feita no parágrafo 80 do recurso interposto pela CSN).

[24] A Recorrente acrescentou, ainda, que a indicação de J.A.E. teria, inclusive, fugido à tradição da Companhia de contar com profissionais de carreira ou de mercado, não vinculados a qualquer acionista.

[25] Nesse sentido, a CSN afirmou que *“(...) as alegações da área técnica de que a atribuição de competências específicas ao conselho de administração, pelo Estatuto Social da Usiminas, reforçaria suas conclusões também devem ser desde logo afastadas. Tal ponderação tem cunho meramente formal e desconsidera o fato de que o conselho de administração da Usiminas funciona por consenso. Facultou-se, assim, ao Grupo TT obstar as deliberações que não lhe interessassem, relegando-as, diante do impasse, à competência residual da Diretoria. (...)”* (fl. 31 do Recurso).

[26] Memorando nº 2/2017-CVM/SRE/GER-1, parágrafo 12.

[27] Memorando nº 2/2017-CVM/SRE/GER-1, parágrafo 16.

[28] Memorando nº 2/2017-CVM/SRE/GER-1, parágrafo 63.

[29] Nesse sentido, o Relatório 17 menciona os seguintes processos RJ-2014-967, RJ-2014-3088, RJ-2014-9543, RJ-2014-11126, RJ-2014-12733, RJ-2014-12916, RJ-2015-2428, RJ-2015-2464, RJ-2015-2747, RJ-2015-2886, RJ-2015-2925, RJ-2015-9368, RJ-2015-9369, SP-2015-55, SP-2015-69, SP-2015-115, SP-2015-215, SP-2016-89, SP-2016-149, SP-2016-199, SP-2016-282, SP-2016-322, SP-2016-343, SP-2016-466, SP-2016-508.

[30] Segundo o Relatório 17, foram abertos cerca de 14 (quatorze) processos que se encontram atualmente em análise na SEP sobre questões envolvendo a Usiminas.

[31] De acordo com a redação da Cláusula 4.5. do Acordo de Acionistas Original: *“Os Acionistas ainda acordam que se, a qualquer tempo, a discussão das matérias relacionadas aos itens (c), (f), (g), (m) e (o) da Cláusula 4.3, envolver a possível aquisição da maioria dos direitos de voto de, ou uma reorganização societária da Usiminas através da incorporação de ou em, ou a fusão com, qualquer sociedade na*

*América do Sul envolvida em atividades de mineração de minério de ferro e/ou produção de aço plano (“Operações Especiais”), então, mediante solicitação de um ou mais Acionistas detendo (de forma agregada) pelo menos 7,5% (sete vírgula cinco por cento) da totalidade das Ações Vinculadas, tal questão deverá ser discutida em uma Reunião Prévia conforme previsto nas Cláusulas 4.1 a 4.3 e, somente nessas hipóteses, se os Acionistas não chegarem a um consenso em tal Reunião Prévia, a decisão relacionada à Operação Especial deverá ser submetida a uma nova Reunião Prévia, a ser realizada no prazo de 30 (trinta) dias a contar da data da primeira Reunião Prévia, na qual a mencionada Operação Especial deverá ser submetida à votação. (...)Se não houver um consenso, a decisão deverá ser tomada de acordo com as regras padrão de aprovação contidas na Cláusula 4.3 e vinculará todos os Acionistas.(...)”. Destaca-se que os itens (c), (f), (g), (m) e (o) da Cláusula 4.3 mencionados dizem respeito, respectivamente, à/ao “(c) alteração do objeto social da Usiminas; (f) reorganização societária da Usiminas através da fusão com outra sociedade, incorporação de ou em outra sociedade, ou cisão; (g) participação em um grupo de sociedades ou em um consórcio de qualquer natureza, ou celebração de um contrato de aliança estratégica abrangente; (m) aquisição ou transferência dos ativos permanentes ou novos investimentos que excedam a 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido da Usiminas; (o) qualquer alteração no Estatuto Social da Usiminas que envolva questões relativas à matéria ou ao objetivo desta Cláusula 4.3”;*

**[32]** *4.14 Os Acionistas concordam que a aprovação de resolução em Reunião Prévia envolvendo qualquer matéria a ser submetida à, ou a ser resolvida em, Assembleia Geral ou reunião do Conselho de Administração, exceto pelas matérias que requeiram aprovação por Resolução Especial nos termos da Cláusula 4.3, requererá de aprovação por Resolução Ordinária. Caso qualquer resolução atinente a matéria que requeira aprovação por Resolução Ordinária, e que não tenha sido assim aprovada, seja proposta por qualquer Pessoa e/ou submetida à votação em Assembleia Geral ou em reunião do Conselho de Administração, cada Acionista deverá votar contra tal proposta de resolução na referida Assembleia Geral ou deverá fazer com que o(s) membro(s) do Conselho de Administração (ou respectivo(s) suplente(s)) indicado(s) por tal Acionista vote(m) contra tal proposta de resolução na referida reunião do Conselho de Administração (conforme o caso).*

**[33]** *Ação ordinária de obrigação de fazer proposta pela CSN e demais acionistas minoritários, com objetivo de forçar a realização da OPA prevista no 254-A.*

**[34]** *Ação cautelar proposta pelo Grupo T/T visando a não realização da RCA de 25/09/2014, onde iria ser votada a destituição de J.A.E de seu cargo de diretor presidente.*

**[35]** *“Ocorre que este caso não desafia as complexas questões que podem surgir quanto ao conceito de alienação de controle detido por grupo de acionistas unidos por acordo. Aqui não houve alienação de uma participação majoritária dentro do bloco de controle, como se viu do quadro transcrito no relatório, nem se está diante da aquisição de uma participação que, somada aquela já detida pelo adquirente, o eleve à condição de controlador único. No caso destes autos houve simplesmente a transferência de uma participação que compõe o bloco de controle, mas certamente o Grupo Mondi não alienou nem a VCP adquiriu o controle da sociedade, pois nem o Grupo Mondi detinha isoladamente, nem a VCP adquiriu o poder de, isoladamente, eleger a maioria dos administradores da companhia.” (Processo CVM RJ2001/10239, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 19.02.2002, Revista de Direito Mercantil, vol. 126, p.181).*

**[36]** *Nelson Eizirik e Fabio Ulhoa Coelho possuem entendimento de que a alteração de membros do acordo de acionistas não gera a obrigação de realização de OPA por alienação de controle:*

*“Pelos mesmas razões, também não configura alienação do controle, para os efeitos deste artigo, a hipótese em que um terceiro, que não integrava originalmente o grupo controlador, adquire apenas parte das ações integrantes do bloco de controle, não assumindo uma posição predominante dentro do grupo anteriormente constituído. Nesse caso, não estará configurada a alienação de controle da companhia, mas uma simples transferência de ações integrantes desse bloco”. (EIZIRJK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 427.)*

*“Não se encontra sob égide do art. 254-A da LSA a alienação parcial do controle, assim entendida a*

*operação de ingresso de novo ou de novos acionistas no bloco de controle, (...)” (Fábio Ulhoa Coelho, O Direito de Saída Conjunta (“Tag Along”), Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303 de 31.10.2001. Coordenador: Jorge Lobo, Rio de Janeiro; Forense, 2002, p. 481).*

[37] PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de Controle de Companhia Aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 114 e 115.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Rabelo Tavares Borba, Diretor**, em 24/10/2017, às 18:10, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0379879** e o código CRC **EA1A7570**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0379879** and the "Código CRC" **EA1A7570**.*

---

Criado por [carolinacunha](#), versão 4 por [carolinacunha](#) em 24/10/2017 12:13:16.