

Interessados: Mittal Steel Company N. V.

Banco Santander Banespa S/A

Assunto: Recurso contra decisão da SRE

OPA por alienação do controle indireto da Arcelor Brasil S/A

Diretora-Relatora: Maria Helena Santana

RELATÓRIO

1. Trata-se de recurso interposto por Mittal Steel Company N. V. (sociedade organizada de acordo com as leis da Holanda) contra decisão da Superintendência de Registro (SRE) sobre o pedido de oferta pública de aquisição de ações (OPA) da Arcelor Brasil S/A, apresentado pela Recorrente junto com o Banco Santander Banespa S/A (instituição financeira contratada para a OPA) à CVM em 26/10/2006, em decorrência da alienação do controle indireto da Arcelor Brasil S/A.

Dos fatos

2. Em 01/08/2006, as áreas técnicas desta CVM (SRE e SEP) comunicaram à Mittal Steel seu entendimento sobre a necessidade do registro de oferta pública de aquisição de ações (OPA) de emissão de Arcelor Brasil, por força do disposto nos arts. 8.º e 10 do estatuto social da companhia, em decorrência da operação societária ocorrida em 2006, que resultou na aquisição de ações da Arcelor S/A (sociedade anônima com sede em Luxemburgo), então controladora da Arcelor Brasil, pela Mittal Steel.

3. Em 16/08/2006, a Mittal Steel interpôs recurso ao Colegiado da CVM, requerendo a reforma da decisão das áreas técnicas.

4. Em 25/09/2006, o Colegiado da CVM manteve o entendimento das áreas técnicas sobre a necessidade de realização da OPA. ⁽¹⁾ O Colegiado considerou, de um lado, que houve alienação indireta do controle da Arcelor Brasil, e, de outro, considerou o disposto no art. 10 do estatuto da própria Arcelor Brasil, dispositivo que garantiria tratamento igualitário aos acionistas minoritários da companhia em caso de aquisição do seu controle indireto.

5. Em 26/10/2006, seguindo a orientação da CVM, a Mittal Steel e o Banco Santander Banespa protocolizaram perante a SRE pedido do registro de OPA por alienação de controle, tendo por objeto todas as ações em circulação da Arcelor Brasil. Segundo a proposta apresentada, que tomou por base o critério do EBTDA proporcional (contribuição relativa do EBTDA da Arcelor Brasil para o total do EBTDA da Arcelor), seria ofertado aos minoritários da Arcelor Brasil S/A o valor aproximado de R\$ 32,84⁽²⁾ por ação.

6. Em 12/02/2007, a SRE formulou exigências finais para o registro da OPA, contemplando principalmente os seguintes aspectos em relação à determinação do preço a ser ofertado:

- a. em operações de aquisição de controle indireto de companhias abertas brasileiras, que envolvam companhias cujas ações apresentem comprovada liquidez em mercados de negociação pública, o cálculo da parcela do preço pago pelas ações da controladora que corresponda às ações da controlada indiretamente alienadas, deve, como regra, basear-se no critério do preço de mercado das ações de ambas as companhias, consideradas as cotações no momento em que se tornar público o evento que determine a ocorrência da OPA;
- b. o mencionado critério deve prevalecer tanto em OPA decorrente de alienação indireta de controle, prevista no art. 254-A da Lei nº 6404/76, quanto em caso de tratamento igualitário decorrente de dispositivo estatutário; e
- c. tal critério aplica-se de forma geral às operações de alienação indireta de controle, a menos que, observado o princípio da boa-fé da ofertante e da instituição intermediária, haja, nos instrumentos contratuais ou na documentação referente ao negócio original que determinar a obrigação de realização da OPA no país, de forma cabal, o registro da utilização de critério ou metodologia diverso e verossímil, que fundamente o preço das ações na OPA.

7. Com base em tais argumentos, e considerando a existência de liquidez das ações de emissão tanto da Arcelor quanto da Arcelor Brasil, bem como a ausência de elementos que, a seu juízo, comprovassem a utilização do critério de EBITDA como sustentado pelos Recorrentes - ou mesmo de qualquer outro critério formal de cálculo que tenha fundamentado o preço da OPA realizada na Europa, ou que servisse de base para a OPA a ser realizada no Brasil - a SRE exigiu que fosse adotado na determinação do preço o critério de cotação de mercado. Segundo esse critério, a OPA a ser realizada resultaria na oferta de compra de ações da Arcelor Brasil pelo preço de R\$ 51,27⁽³⁾ (cálculo feito pela SRE tomando por base a data de 09/02/2007).

8. Em 27/02/2007, a Mittal Steel apresentou recurso contra a decisão da SRE (fls. 01-36), oportunidade em que foram também apresentados novos documentos à CVM (fls. 37-56). A Recorrente sustentou fundamentalmente o seguinte:

- a. a decisão da SRE foi exarada em exorbitância aos poderes delegados à CVM para examinar e aprovar oferta pública de aquisição de ações decorrente de alienação indireta do controle de companhia aberta, ao fixar o preço a ser ofertado aos acionistas minoritários, baseada em metodologia de cálculo escolhida pela própria SRE, ao desabrigo da lei e da regulamentação pertinente à matéria, bem como ao arripio da norma estatutária da Arcelor Brasil;
- b. não há, dentre as normas legais e regulamentares aplicáveis, qualquer regra que imponha a metodologia de cálculo a ser adotada pelo ofertante em OPA conseqüente à alienação indireta de controle, sendo certo que a metodologia apresentada pela SRE não guarda consistência com o sistema criado na Lei Societária, nem qualquer racionalidade ou razoabilidade;
- c. a Lei nº 6.404/76, no seu art. 254-A, comando legal aludido pela SRE como parâmetro para seu entendimento sobre a OPA de Arcelor Brasil, impõe ao adquirente do controle o dever de ofertar aos acionistas minoritários preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto integrante do bloco de controle, não impondo qualquer critério para o cálculo do preço a ser ofertado, mas, simplesmente, determinando a adoção das mesmas bases que serviram para o pagamento do preço das ações de controle;
- d. a decisão da SRE é ilegal, na medida em que viola os princípios constitucionais da motivação adequada e do devido processo legal;
- e. o entendimento manifestado pela SRE, além de divorciado do regime jurídico aplicável às OPAs decorrentes de alienação indireta de controle de companhia aberta, inaugura posicionamento inédito da CVM, modificando posição anterior sedimentada sobre a matéria. Há, assim, modificação retroativa de interpretação que, mesmo se fosse admissível, o que se suscita *ad argumentandum*, somente poderia ser aplicada aos casos que

viesse a examinar depois de divulgado tal entendimento;

- f. ao contrário do que afirmou a SRE, a Recorrente apresentou detalhada justificativa do preço a ser ofertado na OPA Arcelor Brasil, em conformidade com as disposições da Lei e da Instrução CVM 361/2002, que traz, efetivamente, o preço resultante do valor que a Mittal Steel atribuiu à Arcelor Brasil a partir da oferta de permuta original (realizada no exterior), que tinha como alvo as ações da Arcelor ("Oferta de Permuta" e "Arcelor");
- g. tendo sido o EBITDA o principal critério de determinação de valor considerado pela Mittal Steel na oportunidade em que formulou a Oferta de Permuta, a única metodologia objetiva e consistente para apurar o valor atribuído à Arcelor Brasil é o EBITDA proporcional, de modo a garantir, para os acionistas da Arcelor Brasil o mesmo tratamento ("tratamento igualitário") que foi conferido aos acionistas da Arcelor;
- h. a metodologia adotada pela Recorrente – o EBITDA –, seja quando da Oferta de Permuta (na Arcelor), seja na OPA Arcelor Brasil, é um indicador financeiro amplamente utilizado, para determinação do valor de empresas pelos analistas de mercado e por instituições financeiras, como uma das principais formas de avaliação de desempenho e/ou do valor das companhias, constituindo atualmente verdadeiro uso comercial (art. 113 do Código Civil);
- i. foi demonstrado pela Recorrente que o preço ofertado aos acionistas minoritários da Arcelor Brasil é consistente com o valor da Arcelor Brasil no cômputo do valor da Arcelor (a Arcelor Brasil participa com 21,4% e 21,9% nos EBITDAs projetados da Arcelor, para 2006 e 2007, respectivamente);
- j. a decisão recorrida desconsiderou todas as justificativas detalhadamente apresentadas pela Recorrente, para simplesmente afirmar, sem apresentar qualquer fundamento fático, que tinha havido a *"ausência de elementos que comprovem a utilização do critério de EBITDA, conforme proposto pela Mittal, ou mesmo de qualquer outro critério formal de cálculo que tenha fundamentado o preço da oferta européia, ou que servisse de base para a presente OPA"*;
- k. a determinação do valor a ser pago pela Arcelor Brasil com base no preço de mercado resulta em tratamento não igualitário entre os acionistas da Arcelor e os acionistas da Arcelor Brasil e em uma avaliação desproporcional para a Arcelor Brasil, que a Mittal Steel não estava se propondo a pagar quando fez Oferta de Permuta, impondo prejuízos aos acionistas da Arcelor e da Mittal Steel.

9. Adicionalmente, a Recorrente, com fundamento no art. 34 da Instrução CVM 361/02, reiterou pedido anterior de dispensa (fls. 57-60) de apresentação de laudo de avaliação da própria Mittal Steel, exigível por força do art. 8.º, § 7.º, da mesma Instrução CVM 361/02⁽⁴⁾. Segundo a Recorrente, a exigência traria pouco ou nenhum benefício para os acionistas minoritários da Arcelor Brasil, seja porque as ações da Mittal Steel são listadas em vários mercados⁽⁵⁾, seja porque a cotação de suas ações é de fácil e amplo conhecimento do mercado e dos acionistas minoritários da Arcelor Brasil. A Recorrente sustentou também que a Mittal Steel é uma empresa que figura entre as maiores do mundo em capitalização de mercado, líder em seu setor de atuação, sendo as ações de sua emissão bastante líquidas⁽⁶⁾. A Recorrente acrescentou que, ainda que o laudo de avaliação da Mittal Steel pudesse trazer algum benefício para os acionistas minoritários da Arcelor Brasil, o custo de preparação seria absolutamente desproporcional em relação ao pequeno benefício gerado. Finalmente, destacou que os acionistas da Arcelor analisaram e decidiram pela aceitação da Oferta de Permuta sem terem tido acesso a qualquer avaliação da Mittal Steel.

10. Ainda em 27/02/2007, o Colegiado da CVM ⁽⁷⁾ deferiu pleito de confidencialidade em relação a novo documento trazido pela Recorrente, que consiste em carta enviada em 02/06/2006 pelo Sr. Lakshmi Mittal ao Conselho de Administração da Arcelor, tratando de aspectos relacionados à oferta de aquisição de ações da Arcelor então em curso. Com o documento, a Mittal Steel pretendeu comprovar, para os efeitos do recurso interposto contra a decisão da SRE, que a análise com base em múltiplos de EBITDA foi o critério por ela utilizado quando da formulação da oferta pública de aquisição de ações da Arcelor.

11. Em 13/03/2007, a SRE manifestou-se sobre o recurso apresentado (MEMO/SRE/GER-1/N.º 66/2007, fls. 62-99), ocasião em que manteve a decisão recorrida, por entender que agiu de acordo com as prerrogativas legais atribuídas à CVM e em obediência a todos os princípios constitucionais aplicáveis. Em síntese, a SRE apresentou as seguintes considerações:

- a. entendemos que nossa decisão encontra-se em consonância com as prerrogativas legais atribuídas a esta Autarquia, em obediência a todos os princípios constitucionais aplicáveis;
- b. não ficou comprovado que o critério de EBITDA proporcional foi aquele que fundamentou a oferta realizada na Europa;
- c. o documento acolhido como confidencial, além de não poder produzir efeitos sem sua tradução juramentada, apresenta conteúdo não-conclusivo quanto ao critério efetivamente utilizado na negociação;
- d. afastamos o benefício para a Recorrente da utilização do princípio da boa-fé, haja vista a tardia apresentação do documento confidencial;
- e. quanto à proporção entre dinheiro e ações da Mittal Steel no pagamento da OPA, entendemos que, para assegurar o tratamento igualitário exigido na presente oferta, o pagamento deveria ter sido feito na mesma data, seja para os acionistas de Arcelor, seja para os acionistas de Arcelor Brasil, não sendo razoável a proposta de pagamento tomando-se por base as cotações das ações da Mittal Steel na data do leilão, evento futuro, ou na data do pedido de registro da OPA nesta Comissão, que não guardam qualquer relação com o tratamento igualitário almejado;
- f. quanto ao tratamento reservado aos acionistas norte-americanos de Arcelor Brasil, tratando-se de OPA obrigatória, não se admite limitação de adesão à oferta por critério de residência dos acionistas minoritários, a menos que haja oferta alternativa, apenas em dinheiro, que assegure, ao menos, o tratamento igualitário à OPA com permuta por ações, isto é, quantia em dinheiro que equivalha ao preço desta oferta realizada no Brasil na data de sua liquidação;
- g. quanto ao pedido de dispensa de apresentação de laudo de avaliação da Mittal Steel, por força do art. 8º, § 7º, da Instrução CVM nº 361/02, somente seria razoável a dispensa da apresentação do laudo de avaliação de Mittal Steel caso o preço a ser ofertado utilizasse como base de cálculo o critério de cotação em mercado, de modo a atender os objetivos tanto de uniformidade de critérios quanto de tratamento igualitário da OPA.

12. Informo ainda que a discussão sobre a OPA objeto deste processo suscitou diversas manifestações perante a CVM de acionistas minoritários da Arcelor Brasil, sendo que todas elas foram levadas em consideração tanto pela SRE quanto pelo próprio Colegiado.⁽⁸⁾

É o relatório.

VOTO

Questões preliminares

1. Preliminarmente, já que isso foi questionado pela Recorrente, é preciso analisar se a CVM possui competência legal para, como fez a SRE, analisar a metodologia utilizada e os cálculos efetuados pela ofertante Mittal Steel para chegar ao preço a ser ofertado pelas ações da Arcelor Brasil. O Recurso afirma: "*Ora, a CVM está destituída de poderes para deixar de aprovar o instrumento de oferta pública de compra de ações com base no art. 254-A da LSA, desde que este atenda às regras impositivas da lei e da Instrução CVM nº 361/2002, como também não lhe cabe determinar ao administrado que adote metodologia de cálculo não prevista nas disposições normativas que estão sob a sua égide de atuação*". E sendo a OPA decorrente de determinação estabelecida no estatuto social da Arcelor Brasil, a Recorrente sustenta ainda que: "*Portanto, se já não teria a CVM competência para fixar o preço de uma OPA fundada no art. 254-A, menos ainda teria de fixá-lo em uma OPA calcada em disposição estatutária*".

2. A Instrução CVM nº 361/02 estabelece, em seu art. 29, § 6º ⁽⁹⁾, o dever do ofertante de apresentar à CVM a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido na oferta, nos casos de alienação indireta do controle. Isso confere à CVM, segundo entendo, não o direito, mas a obrigação de avaliar, como condição para a concessão do registro da OPA, primeiramente, se foi efetivamente apresentada uma demonstração e, em seguida, se essa demonstração pode ser considerada justificada.

3. Além disso, neste caso específico, o art. 8º do estatuto social da Companhia fixa que a oferta deve " *assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante*". Conforme, também, profundamente analisado e consignado no voto vencedor, acompanhado pelo Colegiado na decisão do Processo CVM RJ 2006/6209 (itens 4 a 18 do voto), a CVM possui competência legal para fazer valer as regras estatutárias das companhias sob sua jurisdição, com o objetivo de assegurar direitos e obrigações ali prescritos.

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

4. Em razão disso, entendo que, além de examinar o instrumento de OPA para garantir a observância de normas de caráter procedimental e informacional, a CVM deve sem dúvida avaliar a demonstração justificada que for apresentada, com o objetivo final de fazer respeitar o disposto em relação ao preço da oferta seja no art. 254-A da Lei das SAs (80% do preço), seja no estatuto social (neste caso, em relação ao direito ao tratamento igualitário a ser conferido aos acionistas da Arcelor Brasil).

5. Assim, vejo que a Recorrente não tem razão ao pretender restringir a competência da CVM ao nível da 'regulação instrumental e informacional'.

6. Mas discordo do que concluiu a SRE a esse respeito, e expressou no seguinte trecho do MEMO/SER/GER-1/Nº 66/2007, em que manteve sua decisão recorrida:

"(i) em operações de aquisição de controle indireto de companhias abertas brasileiras, que envolvam companhias cujas ações apresentem comprovada liquidez em mercados de negociação pública, o cálculo da parcela do preço pago pelas ações da controladora que corresponda às ações da controlada indiretamente alienadas, deve, como regra, basear-se no critério do preço de mercado das ações de ambas as companhias, consideradas as cotações no momento em que se tornar público o evento que determine a ocorrência da OPA;

(ii) o mencionado critério deve prevalecer tanto em OPA decorrente de alienação indireta de controle, prevista no Art. 254-A da Lei nº 6404/76, quanto em caso de tratamento igualitário decorrente de dispositivo estatutário; e

(iii) tal critério aplica-se de forma geral às operações de alienação indireta de controle, a menos que, observado o princípio da boa-fé da ofertante e da instituição intermediária, haja, nos instrumentos contratuais ou na documentação referente ao negócio original que determinar a obrigação de realização da OPA no país, de forma cabal, o registro da utilização de critério ou metodologia diverso e verossímil, que fundamente o preço das ações na OPA." (grifei)

7. Entendo que a lógica da norma é o exato oposto do que afirmou a área técnica, o que no entanto não afasta a competência da CVM para realizar a análise feita pela SRE, como sustentei anteriormente.

8. De acordo com o que estabelece a lei, o preço a ser ofertado pelo adquirente do controle na oferta pública por alienação de controle deve ter como referência o valor pago ao vendedor no negócio de alienação. Especificamente neste caso, também é o que dispõe o estatuto social da Arcelor Brasil, ao assegurar aos demais acionistas tratamento igualitário ao que tiver sido obtido pelo(s) alienante(s). Portanto, como regra geral e em princípio, ao contrário do que afirmou a SRE, julgo que a CVM não tem poderes que lhe permitam definir a metodologia a ser usada na determinação desse preço, mesmo em alienações indiretas de controle.

9. A situação excepcional que pode lhe conferir esse poder é aquela em que não existam evidências que considere razoáveis sobre a forma de precificação de cada sociedade controlada na operação de aquisição do controle da controladora. Mais concretamente, sobre o valor atribuído às ações da controlada no negócio, visando a garantir tratamento igualitário aos acionistas dessa companhia.

10. Em termos práticos, para o caso que se está analisando neste Processo, a divergência entre o que manifesto aqui e o que a SRE afirmou não terá conseqüências. Pois, tendo em vista que a SRE considerou inapta a demonstração justificada apresentada, sua análise sobre a metodologia foi feita de forma legítima e de acordo com o que a regulamentação exige da CVM, em minha opinião. Superado este ponto, pretendo analisar a existência ou não de documentação probatória suficiente para que o critério de preço alegado pelo ofertante seja aceito. Mas considere relevante, antes disso, opinar que a análise sobre a metodologia mais adequada para a fixação do preço, diante da avaliação feita pela SRE de que não havia demonstração suficiente sobre qual teria sido a base do negócio, não foi feita em exorbitância aos poderes legais da CVM, e sim em obediência aos deveres que lhe são impostos.

11. Quanto à alegação da Recorrente, de que a CVM não tem poderes para estabelecer preço, entendo que ela não se aplica ao caso, pois a SRE não estabeleceu preço, apenas tendo divulgado o cálculo resultante da metodologia que determinou como sendo a mais correta. Sendo a forma de fixação do preço toda baseada em dados públicos, e considerando o dever da CVM de cumprir sua missão tendo em mente o interesse dos investidores e das companhias, penso que a SRE decidiu corretamente realizar o cálculo que decorreu da metodologia apontada, num esforço de garantir maior clareza no entendimento da decisão, por parte do mercado.

12. Cabe analisar mais uma questão preliminar trazida pelo recurso, a de que a CVM estaria aplicando retroativamente uma nova interpretação normativa, e assim infringindo o que diz o inciso XIII do parágrafo único do art. 2º da Lei 9.784/99. Não considero cabível essa alegação, pois penso que a CVM está exercendo suas atribuições diante de uma situação que, ela sim, é inédita em nossa jurisdição e, portanto, nunca foi enfrentada.

13. Este processo decorre de uma operação que, não fosse pelo estatuto social da Arcelor Brasil, não teria sequer resultado na obrigação de realização da OPA, determinada pela CVM. Trata-se da aquisição do controle indireto da Companhia, realizada por meio de uma oferta dirigida a todos os acionistas da sua controladora. Nunca antes a CVM havia precisado analisar um pedido de registro de oferta em circunstância similar. E a decorrência mais evidente

dessa nova situação é uma dificuldade ainda maior para a apuração do preço que assegure o tratamento devido aos acionistas da companhia objeto. Se normalmente já é um desafio identificar provas suficientes sobre qual foi a parcela do preço do negócio envolvendo a controladora correspondente a cada controlada, que dizer de um caso em que não houve um vendedor, mas milhares, e nenhum contrato de compra e venda foi firmado?

14. Certamente se está diante de uma situação nova e, assim, qualquer decisão poderia ser uma decisão inédita. E a CVM não poderia ter se furtado ao dever de analisar todos os aspectos desta OPA no processo de concessão do registro, apenas porque essa análise a faria tratar de questões que antes nunca havia tido que enfrentar.

O mérito da decisão recorrida

15. A questão central a discutir neste processo é a de se saber se a demonstração feita pela ofertante, na tentativa de comprovar que o método do cálculo no EBITDA da controladora Arcelor e na contribuição da controlada Arcelor Brasil, deve ser aceita, para efeito de cumprimento da obrigação de demonstração justificada da parcela do preço da aquisição de controle da Arcelor que correspondeu à aquisição indireta do controle de Arcelor Brasil, como exigido pelo art. 29, § 6º, da Instrução CVM 361/02.

16. Em seguida, haverá que decidir se, caso seja considerada como justificada a demonstração feita pela Recorrente, o critério por ela utilizado atende ao comando do estatuto da Companhia, que determina que a oferta em causa deve assegurar tratamento igualitário aos seus acionistas minoritários.

17. Para analisar tais questões, contudo, é preciso decidir duas outras, preliminares, que foram aventadas pela área técnica. A primeira diz respeito à possibilidade de utilização de documentos em língua estrangeira para a finalidade de fazer prova junto à CVM. A segunda diz respeito aos efeitos de uma parte desses documentos ter sido juntada apenas com o recurso, o que, para a área técnica, comprova que a ofertante não teria agido de boa-fé, e determinaria que tais documentos fossem examinados sob outra ótica, ou produzindo efeitos menos intensos.

18. Quanto à questão dos documentos em língua estrangeira, desde que se trate de língua de conhecimento básico comum entre os funcionários da CVM, como o inglês ou o espanhol, e desde que os documentos sejam acompanhados de traduções livres, como foi o caso, não tenho dúvida de que podem ser apresentados e considerados, deixando-se para solicitar-se a tradução juramentada — exigida pela lei para que tais documentos possam produzir efeitos formais perante a CVM — apenas para o momento posterior a sua análise, e apenas para os documentos julgados relevantes para aquela análise. Com isto, de um lado se atende à lei, mas de outro se reconhece que a maior parte dos funcionários da CVM que lidam com ofertas públicas tem conhecimentos suficientes das línguas inglesa e espanhola para analisar os documentos, e mesmo para citá-los no original em memorandos, como ocorre no caso concreto, economizando-se custo e tempo para a CVM e os agentes de mercado.

19. Quanto à questão da juntada de certos documentos após a decisão da área técnica, e a suposta comprovação, com isto, de que o ofertante não atuou de boa-fé, parece-me que a conseqüência que a área técnica extraiu dessa juntada tardia foi excessivamente rigorosa. O caso de que aqui se trata traz diversas questões inéditas na rotina de nosso mercado de capitais, e é natural que as partes, e a própria CVM, construam com dificuldade os caminhos mais adequados para atingir os seus objetivos legítimos. Não enxergo, na atuação da ofertante, nada que comprove sua má-fé, embora, evidentemente, sempre se possa falar, a posteriori, em condutas alternativas que poderiam ter tido melhor resultado. Além disso, não há nenhum dispositivo legal que autorize a CVM a desconsiderar documentos apresentados antes do esgotamento da fase administrativa do processo — que o recurso ao Colegiado integra —, sob a alegação de que a parte não atuou de boa-fé — isto é, não colaborou com a CVM como deveria. Se a CVM entender que a parte e o intermediário não atuaram com boa-fé, pode agir através de processo sancionador, especialmente contra o intermediário da oferta. Mas não pode, a meu ver, extrair uma autorização para desconsiderar ou desautorizar a entrega de documentos pelos interessados, onde a lei e os regulamentos não a estabelecem.

20. Embora não exista norma legal que proíba a apresentação de documentos após a análise do processo pela área técnica, o procedimento recomendável aos agentes de mercado é a apresentação de todos os documentos quando do pedido de registro da OPA ou, mais tardar, quando do cumprimento das exigências, sob pena, inclusive, de processo sancionador, também contra o intermediário, caso a não apresentação se dê com a finalidade de dificultar ou retardar a ação fiscalizatória da CVM. No caso concreto, contudo, considerando que se trata da primeira oferta examinada pela CVM decorrente de aquisição originária de controle através de oferta pública, de que resulta a obrigação de realização de OPA por aquisição indireta de controle, deve-se proceder à análise dos documentos apresentados com o recurso, inclusive com pedido de confidencialidade deferido, pois é razoável admitir (embora não seja possível afirmar) que a recorrente não tenha percebido anteriormente a necessidade de apresentação de tal documento.

21. Quanto ao mérito, saliento, em primeiro lugar, que em operações de fusões e aquisições, os métodos de avaliação são utilizados pelas partes compradoras e vendedoras para formar sua convicção quanto aos preços a propor e a aceitar. Tais métodos também são mencionados durante as negociações, como forma de convencimento. Mas os métodos de cálculo de preços não são, eles próprios, parte do preço. Raramente existem rastros, nos contratos, de que método foi utilizado por comprador e vendedor para estabelecer o preço, ele sim fixado no contrato, e elemento necessário nas compras e vendas.

22. Deu-se exatamente isso na operação de venda do controle da Corporación Sidenor S.A., a qual resultou na obrigação de realização de OPA por alienação indireta do controle aos acionistas da Aços Villares S/A. A CVM, por falta de evidências no contrato acerca da forma de cálculo da contribuição da companhia controlada no negócio de venda da controladora, aceitou, como demonstração justificada para efeito da apuração do preço, documento assinado pelas duas partes do negócio — comprador e vendedor — contendo declaração nesse sentido (Processo CVM RJ 2006/849).

23. Se isto é verdade quando se trata de operações de aquisição negociadas, que dizer de operações que resultam de oferta pública? Nessas, ainda com mais razão, normalmente o comprador (que faz a oferta) apenas lança um preço, que pode ter sido formado por vários métodos, mas cuja lei de formação normalmente não está explicitada.

24. No caso concreto, a ofertante sustenta que formou o preço da oferta de aquisição da Arcelor utilizando primordialmente a comparação entre múltiplos de EBITDA, e portanto a aplicação desse mesmo método é que serviria para explicitar a formação do preço de todos os ativos adquiridos, inclusive da Arcelor Brasil.

25. Ninguém desconhece que os métodos de avaliação baseados no valor econômico são os mais comumente utilizados em transações desse tipo, entre eles o de fluxo de caixa descontado e o de múltiplos de EBITDA. Assim, a afirmação da ofertante faz sentido, e é confirmada pelo que ocorre com frequência. O valor de mercado, ou cotação de bolsa, só é normalmente utilizado para testar o valor que resulta dos métodos de avaliação por valor econômico, pois, evidentemente, se a oferta decorrente do valor econômico resultar em preço inferior ao de mercado — o que, em cenário de informações adequadas, raramente deverá acontecer —, a oferta não será lançada, pois não haverá vendedor.

26. A SRE desconsiderou alguns documentos apresentados no curso do processo de registro que indicam que o critério de múltiplos de EBITDA foi o principal entre aqueles considerados pelas partes quando da negociação acerca da oferta, entre os quais uma carta do Presidente do Conselho de Administração da Arcelor confirmando que aquele foi o critério considerado quando o Conselho de Administração avaliou a oferta da Mittal Steel⁽¹⁰⁾. A SRE entendeu que as pessoas que prestaram as declarações são, hoje, ligadas à Mittal Steel, o que desqualificaria tais declarações.

27. Considerações dessa ordem poderiam eventualmente prevalecer se as informações constantes dos documentos apresentados indicassem a utilização

de um método extraordinário, não usual, raramente usado para a fixação de preços relativos em negócios do tipo. Mas isso é exatamente o contrário do que ocorre neste caso, pois o critério de múltiplos de EBITDA é um dos mais utilizados. Ou seja: os documentos comprovam o que já seria mesmo intuitivo.

28. O mesmo se aplica ao documento apresentado posteriormente, com o recurso, ao qual foi conferido tratamento confidencial. Trata-se de carta enviada em 2 de junho de 2006, pelo Presidente da Mittal Steel ao Presidente do Conselho da Arcelor, expondo argumentos, em grande parte baseados em cálculos com múltiplos de EBITDA, pelos quais os administradores da Arcelor deveriam recomendar aos acionistas a aceitação da proposta revisada da Mittal Steel.

29. A carta em questão não faz qualquer referência aos ativos brasileiros da Arcelor, ou mesmo a qualquer outro ativo específico daquela companhia, e sim dedica-se a demonstrar aspectos que favoreceriam a Mittal Steel na comparação com outros competidores do setor.

30. Considerando o posicionamento da SRE e a relevância do documento, penso que será útil caracterizá-lo um pouco melhor:

- na parte em que defende a proposição de valor trazida por sua oferta aos acionistas da Arcelor, a carta da Mittal Steel começa por mencionar o seu *Business Plan* para 2006, baseado no EBITDA pro forma de 2005;
- comenta depois as perspectivas de crescimento do setor em nível internacional, destacando a presença dos ativos da Mittal Steel em regiões que a favoreceriam nesse cenário;
- passa, em seguida, a destacar as principais iniciativas de seu plano de negócios, afirmando que seriam destinadas a gerar uma importante elevação no EBITDA da companhia (que cita concretamente);
- depois, ainda em relação ao plano de negócios, cita o montante de investimentos que será demandado;
- passa, a seguir, a analisar a possível combinação entre Arcelor e Mittal Steel em comparação a outras possibilidades. Nesse contexto, destaca aspectos institucionais e de posicionamento de mercado que tornariam a Mittal Steel uma companhia melhor que outras do setor;
- ao chegar à parte em que detalhará porque sua proposta oferece mais valor aos acionistas da Arcelor ("*The Mittal Steel proposal offers significant more value to Arcelor shareholders*"), o primeiro item consiste em uma análise de múltiplos de avaliação ("*Valuation Multiples*"), no qual o único múltiplo citado é aquele baseado no EBITDA das companhias comparadas, e em que se apresenta um valor implícito da oferta da Mittal Steel pelas ações de Arcelor, o qual resultaria da aplicação dos referidos múltiplos ao EBITDA pro forma da Mittal Steel;
- ainda nessa parte acerca da proposição de valor, o documento segue analisando outros indicadores (*enterprise value per tonnes, research target price, P/E*), e termina, novamente, por fazer menção ao incremento no EBITDA que seria decorrente de sinergias e da implementação do plano de negócios da Mittal Steel.

31. Assim, considerando que o critério indicado na demonstração justificada do preço:

- i. é um critério usual,
- ii. que há documentos que indicam que ele foi realmente utilizado pela Mittal Steel para formular sua proposta à Arcelor, e
- iii. que essa proposta incluía os ativos no Brasil, inclusive a Arcelor Brasil,

não há razão para considerar como não justificada a demonstração efetuada pela Mittal Steel.

32. Alguns acionistas minoritários da Arcelor Brasil que apresentaram razões neste processo sustentam que a elevação substancial (de mais de 40%) entre a primeira oferta formulada pela Mittal Steel pelas ações da Arcelor, em janeiro de 2006, e a oferta final, formulada em junho de 2006, comprovaria que o método de EBITDA não teria sido utilizado, pois esses fundamentos não poderiam ter variado tanto naquele período, ao menos com base em informações públicas.

33. O argumento parece desconsiderar o fato de que os cálculos baseados na contribuição de EBITDA apresentados pela ofertante consideraram o valor da oferta final, de junho. Pouco importa, portanto, que antes disso a proposta considerasse múltiplos menores — em outras palavras, que a proposta tivesse sido menos agressiva. Além disso, os documentos apresentados pela Mittal Steel, notadamente a carta enviada ao Presidente do Conselho de Administração da Arcelor com argumentos para convencê-lo da qualidade da oferta final, utilizam comparações de EBITDA, e portanto servem para confirmar que esse critério, muito freqüentemente utilizado no mercado, foi considerado pelas partes naquele negócio.

34. Aliás, quanto à reclamação de alguns acionistas de que não tiveram acesso aos documentos a que a CVM deu tratamento confidencial, e de que seria impossível a eles contestar a decisão da CVM em juízo sem conhecer tais documentos, cumpre esclarecer que a CVM, sempre que solicitado, confere tratamento confidencial aos contratos de compra e venda, nas alienações de controle, tendo em vista as informações de diversas naturezas ali contidas. A lei delega à CVM o poder de examinar tais documentos, e deles tirar as conseqüências que entender cabíveis, motivando sua decisão no conteúdo de tais documentos, cujo teor geral menciona — como no caso do preço ou das cláusulas de retenção de preços em alienações de controle.

35. Os acionistas minoritários que discordarem da decisão da CVM que registrar uma oferta com base em condições resultantes desses documentos terão todas as condições de ir a juízo, afirmando que os fatos narrados pela CVM não autorizam a conclusão que deles a CVM extraiu. Tais fatos estão narrados na decisão que concedeu a confidencialidade, e nesta decisão, isto é, trata-se de carta do Presidente da Mittal Steel ao Presidente do Conselho da Arcelor, com diversas considerações sobre as vantagens de aceitação da oferta final, muitas das quais baseadas em comparações de EBITDA atual e futuro.

36. E se esses reclamantes pretenderem questionar a existência de matérias confidenciais em tais documentos, ou a seriedade da declaração da CVM quanto ao seu conteúdo, poderão fazê-lo em ação própria, em que o Poder Judiciário examine a solicitação de exibição dos documentos.

37. Por fim, é preciso examinar se a metodologia baseada no EBITDA, para estabelecer a parcela de contribuição da Arcelor Brasil no valor da operação de alienação do controle da Arcelor, é capaz de assegurar o tratamento igualitário previsto no estatuto da Companhia.

38. Tendo o negócio de aquisição do controle se dado no nível da controladora, a análise sobre a garantia de tratamento igualitário torna-se necessariamente mais difícil. Isso porque é bastante possível que não haja evidências documentais, nesse tipo de negócio, acerca do valor correspondente a cada ativo na operação de venda da companhia controladora.

39. O preço oferecido aos acionistas vendedores detentores do controle indireto, como já dito, certamente é influenciado por inúmeros fatores na sua composição. Em última instância, e tendo como limitador natural o valor atribuído pelo comprador à companhia objeto da aquisição, o preço que estará disposto a pagar será dado inclusive por condições de mercado no momento da oferta. Mas condições de mercado vigentes para as ações da

controladora, e que freqüentemente não serão sequer similares àquelas que afetam o mercado secundário das ações de controladas na mesma conjuntura.

40. Para admitir-se, como regra de ouro, que o preço que garantirá tratamento igualitário aos acionistas da companhia controlada, numa operação de transferência do controle indireto, será aquele baseado no prêmio pago em relação ao preço de mercado, deve-se pensar nas implicações dessa escolha em qualquer circunstância. Por exemplo, pode evidentemente ocorrer o caso em que a controladora esteja super-avaliada no mercado, o que faria resultar em um prêmio reduzido ou inexistente na oferta. Enquanto isso, por outro lado, poderia a controlada estar cotada no mercado secundário a preços que a sub-avaliassem em comparação às demais integrantes da carteira da controladora, resultando esse critério num preço aos seus acionistas desproporcional ao efetivo valor por ela representado.

41. Em operações de venda do controle indireto, e na ausência de documentos que demonstrem justificadamente a contribuição da controlada para o total do negócio, a proporção entre valores de mercado não pode ser considerado o único método capaz de assegurar tratamento igualitário. Diria até que estará mais apto a garantir um tratamento equitativo aos acionistas da controlada um critério que se baseie no valor econômico, nos fundamentos das companhias.

42. Nesse sentido, parece não haver dúvida neste caso quanto à capacidade do método baseado no EBITDA de assegurar o tratamento equitativo referido no estatuto da Companhia, pois a utilização do mesmo critério para a companhia controlada e a companhia controladora assegura esse tratamento.

43. Contudo, tendo em vista os equívocos no cálculo constante da demonstração efetuada pela ofertante, apontados pela SRE na parte 8 do MEMO SRE/GER-1/Nº 66/2007⁽¹¹⁾, a aceitação dessa metodologia somente pode ocorrer com a realização dos ajustes solicitados, pois para eles, como é óbvio, não houve demonstração justificada.

Pedidos adicionais

44. A Recorrente requer a revisão da decisão da SRE quanto à forma de determinação da parcela em ações da Mittal Steel e da parcela em dinheiro na OPA. A SRE "*considerando que, na mesma data do lançamento da oferta européia, deveria ter sido lançada a OPA para os acionistas de Arcelor Brasil S.A., ainda que condicionada ao sucesso da primeira*", determinou que "*o pagamento do preço da OPA com permuta parcial por ações da Mittal deve considerar a quantidade de ações de Mittal ofertada na OPA européia, (...) sem qualquer ajuste decorrente de eventual variação negativa ou positiva no valor de mercado de tais ações após a divulgação das condições daquela oferta*".

45. Concordo com a determinação da área técnica, pelos fundamentos expressos em sua decisão, de que o número de ações da Mittal Steel, a ser oferecido aos acionistas da Arcelor Brasil como parte do pagamento na OPA de permuta, deve ser o mesmo que foi pago na oferta de Arcelor, apenas ajustado de acordo com a proporção definida para a Arcelor Brasil no valor da operação de venda da companhia controladora.

46. A Recorrente requer, ainda, que seja revista a determinação sobre o tratamento a ser dado aos acionistas norte-americanos na oferta de permuta, dado que a SRE determinou que, tratando-se de OPA obrigatória, não pode ser admitida "*limitação de adesão à oferta por critério de residência dos acionistas minoritários, a menos que haja oferta alternativa, apenas em dinheiro, que assegure, ao menos, o tratamento igualitário à OPA com permuta por ações, isto é, quantia em dinheiro que equivale ao preço desta oferta realizada no Brasil na data de sua liquidação*".

47. Assim, a Superintendência exigiu que seja formulada oferta, com pagamento apenas em dinheiro, aos acionistas para o quais não for dirigida a oferta de permuta. Mas exigiu também que o valor dessa oferta seja ajustado para corresponder, no mínimo, ao valor correspondente ao preço assegurado aos demais acionistas por meio da oferta de permuta na data da sua liquidação, de acordo com o que vier a ser determinado pela CVM. Acho completamente razoável a posição da SRE e voto por também não acolher este pedido.

48. Por fim, solicita dispensa de apresentação do laudo, previsto no § 7º do art. 8º da Instrução CVM 361/02 ⁽¹²⁾, de avaliação da companhia cujos valores mobiliários estejam sendo entregues em permuta, neste caso da Mittal Steel.

49. Entendo que deve ser concedida a dispensa de apresentação de laudo de avaliação da Mittal Steel, pois embora se trate de oferta de permuta, as ações da Mittal possuem liquidez elevada, sendo ampla a disponibilidade de informações sobre a companhia, de maneira que o benefício que seria proporcionado aos acionistas destinatários da OPA seria bem inferior ao custo de retardamento da realização da oferta que a imposição da realização do laudo acarretaria. Adicionalmente, a informação que estará disponível aos acionistas destinatários da OPA no Brasil será a mesma que esteve disponível aos acionistas destinatários da oferta na Europa.

Conclusão

50. Ante o exposto, voto no sentido de que o Colegiado da CVM dê parcial provimento ao recurso apresentado, para que:

a) aceite a demonstração apresentada pela ofertante, baseada no EBITDA da controladora Arcelor e na contribuição proporcional da controlada Arcelor Brasil, para efeito de assegurar tratamento igualitário aos acionistas minoritários desta última, devendo a ofertante, entretanto, proceder à realização dos ajustes apontados pela SRE no item 8 do MEMO/SRE/GER-1/Nº 66/2007, conforme consignado no corpo deste voto (item 42);

b) mantenha a determinação da SRE de que o número de ações da Mittal Steel, a ser oferecido aos acionistas da Arcelor Brasil como parte do pagamento na OPA de permuta, deve ser o mesmo que foi pago na oferta de Arcelor, apenas ajustado de acordo com a proporção definida para a Arcelor Brasil no valor da operação de venda da companhia controladora;

c) mantenha a determinação da SRE de que seja formulada oferta, com pagamento apenas em dinheiro, aos acionistas para os quais não for dirigida a oferta de permuta, de modo que o valor dessa oferta seja ajustado para corresponder, no mínimo, ao valor correspondente ao preço assegurado aos demais acionistas por meio da oferta de permuta, de acordo com o que vier a ser determinado pela CVM;

d) aceite o pedido de dispensa de apresentação do laudo de avaliação da Mittal Steel, dispensando-se portanto a exigência constante do art. 8º, § 7º, da Instrução CVM 361/02.

Rio de Janeiro, 21 de março de 2007.

Maria Helena Santana

Diretora-Relatora

⁽¹⁾ Processo Administrativo CVM RJ 2006/6209, Diretor-Relator: Wladimir Castello Branco Castro, apreciado em 25/09/2006.

(2) Valor referido no MEMO/SRE/GER-1/N.º 66/2007, item 7.

(3) Valor referido no Comunicado ao Mercado de 13/02/2007, que retificou o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 270/2007, de 12/02/2007.

(4) § 7º No caso de oferta de permuta, deverá também ser apresentado o laudo de avaliação da companhia cujos valores mobiliários estejam sendo entregues em permuta, contemplando as informações do Anexo III desta Instrução, utilizando-se o mesmo critério de avaliação para ambas as companhias. (NR)

(5) Segundo a Recorrente, as ações da Mittal Steel são listadas na NYSE, no Mercado Eurolist da Euronext Amsterdam N.V., no Mercado Eurolist da Euronext de Bruxelas S.A./N.V., no Mercado Eurolist da Euronext Paris S.A., na Bolsa de Valores de Luxemburgo e nas bolsas de valores de Madrid, Barcelona, Bilbao e Valência.

(6) Segundo a Recorrente, o volume médio diário de negociação das ações de emissão da Mittal Steel foi de US\$ 84 milhões nos últimos 12 meses, US\$ 87 milhões nos últimos 6 meses, US\$ 80 milhões nos últimos 3 meses e de US\$ 94 milhões no último mês. (fonte: Bloomberg, em 23 de fevereiro de 2007 – refers only to ADRs of Mittal Steel traded in the New York Stock Exchange - NYSE).

(7) Eis o que diz a Ata da Reunião Extraordinária do Colegiado de 27/02/07: "O Colegiado, examinando o pleito, decidiu deferir a confidencialidade postulada, pois: (i) embora os documentos relativos a um pedido de registro de oferta pública devam ser apresentados à área técnica quando do pedido de registro, ou mais tardar quando do cumprimento de exigências formuladas, no caso concreto, pela primeira vez na vigência da Instrução 361/02, a CVM enunciou o entendimento de que, em se tratando de aquisição indireta de controle, na ausência de documentos comprobatórios da utilização de critério de cálculo de preço, e havendo liquidez das ações das companhias envolvidas, o critério da relação entre os preços de mercado das companhias é que deve prevalecer para o estabelecimento da parcela do preço pago pela aquisição de controle que corresponda às ações da companhia controlada. Por esta razão, entendeu o Colegiado que a apresentação de documento somente com o recurso poderia ser admitida no caso, sem prejuízo de sua ampla análise pela área técnica; (ii) há precedentes na CVM de deferimento de tratamento confidencial ao conteúdo de contratos de aquisição de controle, apresentados em processos de registro de ofertas públicas, cabendo à área técnica examinar os contratos e verificar se os termos da oferta são fiéis aos que foi contratado; e (iii) a carta apresentada contém informações confidenciais sobre assuntos de interesse das companhias envolvidas, cuja preservação se pode assegurar sem prejuízo para a análise da oferta pela área técnica. Assim, devem os documentos apresentados ser tratados com confidencialidade, remetendo-se tais documentos à SRE, com as cautelas de estilo, para exame no âmbito da faculdade de retratação de que trata o inciso III da Deliberação 463/03."

(8) Refiro-me aos processos: Processo CVM RJ 2006/8538 (Dynamo Administração de Recursos Ltda.), Processo CVM RJ 2006/8343 (Mellon HBV Alternative Strategies LLC), Processo CVM RJ 2006/8427 (Eton Park Capital Management, LP), Processo CVM RJ 2006/8477 (OCH-ZIFF Management Europe Limited), Processo CVM RJ 2006/8476 (Cheyne Special Situations Fund LP), Processo CVM RJ 2006/8761 (Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI), Processo CVM RJ 2006/8898 (Jardim Botânico Focus Fundo de Investimento de Ações e Newport Investments LLC), Processo CVM RJ 2006/8986 (Fundação Banco Central de Previdência Privada – CENTRUS), Processo CVM RJ 2006/8919 (Owl Creek Asset Management, LP), Processo CVM RJ 2006/8337 (The Children's Investment Master Fund) e Processo CVM RJ 2007/1358. Refiro-me também às manifestações protocolizadas posteriormente ao recurso da Mittal Steel por Thales Holdings, Ltd., Fursa Alternative Strategies LLC, Dynamo Administração de Recursos Ltda. e The Children's Investment Fund.

(9) "Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.

(...)

§ 6º No caso de alienação indireta do controle acionário, o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/76, correspondente à alienação do controle da companhia objeto."

(10) A Recorrente apresentou, anexas ao Recurso, carta do Morgan Stanley & Co. Limited, assessor financeiro envolvido na operação, além de outras assinadas pelo Presidente do Conselho de Administração e pelo Diretor Financeiro da Arcelor, afirmando todos que a comparação com base em múltiplos de EBITDA foi o principal indicador econômico considerado na avaliação da oferta feita pela Mittal Steel.

(11) "Para registrar o entendimento desta área técnica acerca da consistência das reclamações encaminhadas expomos, inicialmente, as exigências que seriam formuladas no Ofício de Reiteração de Exigências, caso fosse acolhida a utilização do critério do EBITDA proporcional ajustado:

- A. Aperfeiçoar, se for o caso, o cálculo do valor para o acionista implícito de 100% da Arcelor constante da tabela 1 da demonstração justificada do preço, ou corrigir o arredondamento do percentual das ações e OCEANes adquiridos, tendo em vista que, aparentemente, tal valor deveria ser de EUR 27.749 milhões;
- B. Esclarecer, na memória de cálculo das linhas Total de Participações Minoritárias e Participações Minoritárias da Arcelor Brasil e Acesita Não-Detida da demonstração justificada do preço, a razão pela qual a participação nas referidas companhias foi ajustada a valor de mercado em adição e subtração ao Valor da Empresa Implícito na Oferta da Mittal Steel pela Arcelor;
- C. Atualizar a linha Pensões da Tabela 2 da demonstração justificada do preço, com valores relativos a 31/3/2006, de forma a manter a coerência com os demais ajustes relacionados na tabela em tela, apresentando memória de cálculo a partir dos números apresentados em tais informações financeiras;
- D. Na Ref. B4 - EBITDA Consolidado da Arcelor Brasil, constante da demonstração justificada do preço, corrigir o nome dos analistas responsáveis pela elaboração dos relatórios de Análise da Itaú Corretora e Socopa Corretora Paulista;
- E. Corrigir a informação constante do item C.1 da demonstração justificada do preço de que as estimativas de EBITDA da Arcelor e da Arcelor Brasil foram calculadas de acordo com a média de estimativas de EBITDA extraídas relatórios de analistas, uma vez que foram obtidas as medianas das referidas avaliações;
- F. Incluir, na definição do preço proposto por ação, os dividendos e juros sobre capital próprio pagos aos acionistas de Arcelor S.A. e Arcelor Brasil S.A. desde 27/1/2006 até a data da realização da oferta, bem como na oferta por permuta, incluir, da mesma forma, os dividendos e juros sobre capital próprio pagos aos acionistas de Mittal Steel;
- G. Incluir, no cálculo do valor para o acionista implícito de 100% da Arcelor constante da tabela 1 da demonstração justificada do preço, os custos de transação e os relativos à desistência do processo de fusão com a Severstal, tendo em vista que tais despesas deveriam ser pagas pela Arcelor, segundo informação prevista na página 42 do prospecto da oferta realizada em 1/8/2006;

- H. Excluir os ajustes realizados no cálculo do valor implícito da empresa e no EBITDA proporcional relativos à venda da Companhia Siderúrgica Canadense Dofasco para terceiros, tendo em vista que tal venda não estava no escopo de competência da Mittal, conforme decisão do Departamento de Justiça do EUA, que determinava que nem a Arcelor S.A. nem a Mittal poderiam exercer seu poder de controle sobre a referida companhia. Além disso, conforme acordo judicial datado de 11/5/2006, a Mittal teria que vender ou a sua unidade de Sparrows Point em Maryland ou a unidade de Weirton em West Virginia, caso não se concretizasse a alienação de Dofasco.
- I. Excluir os ajustes de sinergias no EBITDA de Arcelor S.A. e Arcelor Brasil S.A., por integrar o prêmio de controle na aquisição. Cabe ressaltar que restou dúvida sobre este ajuste, já que a sinergia é vantagem que se obtém após a conclusão do processo de integração das companhias. Nosso entendimento de excluir tais ajustes encontra respaldo no artigo de Damodaran sobre prêmio de controle intitulado "The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials" e no artigo de Brailsford, intitulado "The Financial and Non-Financial Effects of Corporate Takeovers".

Feitos os ajustes acima, anexamos a memória de cálculo do preço a ser ofertado aos acionistas de Arcelor Brasil, com base no critério do EBITDA (Anexo 3)."

[\(12\)](#) "§ 7º No caso de oferta de permuta, deverá também ser apresentado o laudo de avaliação da companhia cujos valores mobiliários estejam sendo entregues em permuta, contemplando as informações do Anexo III desta Instrução, utilizando-se o mesmo critério de avaliação para ambas as companhias."