



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 30/2015-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 15 de junho de 2015.

Ao Senhor Superintendente de Registro de valores Mobiliários (SRE)

Assunto: **Recurso contra decisão da SRE
OPA por aumento de participação de Usinas Siderúrgicas de
Minas Gerais S.A. - Processo CVM nº RJ-2015-3702**

1. Trata-se de três recursos interpostos pelos acionistas controladores da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. ("Usiminas" ou "Companhia"), a saber: (i) Nippon Steel & Sumitomo Metal Corporation, juntamente com Nippon Usiminas Co., Ltd. ("Nippon"); (ii) Ternium Investments S.à.r.l ("Ternium"); e (iii) Previdência Usiminas (também denominada por Caixa dos Empregados da Usiminas ou "CEU"), contra a decisão desta SRE constante do Ofício nº 61/2015/CVM/SRE/GER-1 ("Decisão", cópia à folha 147), tendo sido os dois primeiros recursos protocolados em 29/04/2015 e o terceiro em 28/05/2015, os quais estão sendo tratados no âmbito do Processo em epígrafe.

2. A propósito, a Decisão se deu no âmbito do Processo CVM nº RJ-2014-12089, o qual tratou de consulta protocolada por Nippon, em 16/10/2014 ("Consulta"), versando sobre a necessidade ou não de realização de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") por aumento de participação de Usiminas, como consequência da aquisição de 51.390.000 ações ordinárias de sua emissão ("Transação"), pela Ternium, que à época eram de titularidade de Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil ("Previ").

3. Tal aquisição fora divulgada ao mercado por meio de Fato Relevante datado de 02/10/2014 (fls. 76 e 77), e consumada em 30/10/2014 (fl. 78).

4. Nos termos da Decisão, a qual se deu com base no Memorando nº 23/2015-CVM/SRE/GER-1 (cópia às folhas 79 a 146), esta área técnica concluiu, após a análise da Consulta, bem como de todos os demais expedientes protocolados no âmbito do Processo CVM nº RJ-2014-12089 pela Nippon, pela Ternium e pela Usiminas, **que a Transação ensejou a obrigação de os controladores da Companhia realizarem uma OPA por aumento de participação para todas as ações ordinárias de sua emissão em circulação, nos termos do § 6º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 ("LSA") e do art. 26 da Instrução CVM nº**

361/02 (“Instrução CVM 361”).

5. Cabe ressaltar que os controladores da Companhia foram informados sobre a necessidade de providenciarem o protocolo da documentação pertinente ao pedido de registro da OPA em questão no prazo de 60 dias, a contar de 14/04/2015, data do Ofício que comunicou sobre a Decisão.

6. Ademais, toda a análise realizada por esta SRE no âmbito da Consulta baseou-se na aplicação da “Fórmula L (1/3)”, assim definida no Memorando nº 23/2015-CVM/SRE/GER-1, por meio da qual foi possível contabilizar o impacto no número de ações em circulação de emissão da Companhia, desde 05/09/2000, nos termos do § 1º do art. 37 da Instrução CVM 361, resultante das diversas modificações ocorridas em seu capital social.

7. Dessa forma, pudemos calcular o limite de 1/3 de ações em circulação, de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, vigente no momento anterior à Transação, sendo possível verificar que a compra das 51.390.000 ações ordinárias de emissão de Usiminas, por Ternium, ultrapassou o referido limite de 1/3 em 5.239.587 ações, o que deu ensejo à necessidade de realização da OPA em tela, conforme comentamos acima.

8. Cabe ressaltar que Nippon e Ternium protocolaram seus recursos contra a decisão desta Superintendência tempestivamente (em 29/04/2015), nos termos da Deliberação CVM nº 463/03 (“Deliberação CVM 463”).

9. No que se refere ao recurso de CEU, o mesmo foi protocolado após o prazo previsto na referida Deliberação (em 28/05/2015), o qual se encerrou em 29/04/2015.

10. Sobre esse ponto, a CEU alegou que não foi parte do processo administrativo que deu origem à Decisão e que só obteve vistas e cópia do Processo CVM nº RJ-2014-12089 em 11/05/2015, motivo pelo qual entende que o prazo previsto na Deliberação CVM 463 deve ser contado, exclusivamente para a CEU, a partir daquela data, tendo se encerrado, dessa forma, em 26/05/2015.

11. A esse respeito, cabe ressaltar que não vemos óbice a que o recurso de CEU possa ser analisado juntamente com os demais, motivo pelo qual trataremos do mesmo por meio do presente Memorando, juntamente com os recursos interpostos por Nippon e Ternium.

12. O recurso interposto por Nippon (“Recurso Nippon”, às fls. 1 a 12), o qual encontra-se integralmente transcrito na seção “1. Recurso Nippon” abaixo, tem como pleito principal a reforma da Decisão no sentido de *“esclarecer que somente o acionista controlador Ternium é que está obrigado a realizar a OPA, em razão de ter adquirido ações ordinárias em montante que ultrapassou o limite de 1/3.”*

13. No que tange ao recurso interposto por Ternium (“Recurso Ternium”, às fls. 13 a 28), o qual veio acompanhado de Parecer elaborado por Marcos Barbosa Pinto (fls. 30 a 37), o mesmo encontra-se integralmente transcrito na seção “2. Recurso Ternium” abaixo, apresentando os seguintes pleitos:

“(i) reconhecer a impossibilidade de se computarem as Ações Vale na variável AQ, uma vez que manifestamente não se trata de aquisições de ações em circulação e que tal entendimento contraria o posicionamento atual da própria CVM; e

(ii) reconhecer a impossibilidade de se computarem as Ações Vale na variável ARC, uma vez que a adesão ao acordo de acionistas não se insere nas hipóteses previstas na Fórmula e que qualquer nova interpretação da Fórmula somente poderia ser aplicada a casos futuros; ou

(iii) subsidiariamente, caso a CVM considere correto e imediatamente aplicável o entendimento de que a adesão ao acordo de acionistas deve ser considerado na variável ARC, reconhecer, então, que a totalidade das Ações Vale deve ser considerada na variável ARC, uma vez que todas elas foram retiradas de circulação em um mesmo ato: a adesão ao Acordo de 2006; ou ainda

(iv) caso os pedidos anteriores não venham a ser acatados, o que se cogita apenas para argumentar, confirmar o entendimento de que o prazo de 3 (três) meses previsto no art. 28 da Instrução CVM nº 361/02 somente terá início na data da intimação de eventual decisão definitiva que venha a reconhecer a incidência da obrigação de lançamento de uma OPA por aumento de participação.”

14. Já no que se refere ao recurso interposto por CEU (“Recurso CEU”) (fls. 62 a 71), o mesmo encontra-se integralmente transcrito na seção “3. Recurso CEU” abaixo, requerendo, resumidamente, que a CVM reconheça que:

“i - o limite previsto na Instrução CVM 361/02 não foi ultrapassado quando da aquisição, pela Ternium, das ações ordinárias em 30/10/2014, não ensejando, portanto, a obrigatoriedade de realização da oferta pública de ações; e

ii - na remota hipótese desse douto Colegiado entender ser obrigatória a realização da oferta pública, esta não pode ser aplicada à Previdência Usiminas, considerando que esta não tinha qualquer poder de decisão sobre a operação realizada entre a Ternium e a Previ.”

15. Ademais, os três recursos contaram com requerimento de efeito suspensivo, previsto pelo inciso V da Deliberação CVM 463, o qual foi deferido por esta área técnica, no caso dos recursos de Nippon e Ternium, em 05/05/2015, nos termos do Ofício nº 73/2015/CVM/SRE/GER-1(fl. 43), e, no caso do recurso de CEU, em 03/06/2015, nos termos do Ofício nº 87/2015/CVM/SRE/GER-1 (fl. 73).

16. Cabe ressaltar que após as transcrições dos recursos interpostos por Nippon, Ternium e CEU, nas próximas três seções do presente Memorando, analisaremos detalhadamente, na seção “4. Nossas Considerações”, os pleitos de todas as partes, bem como os argumentos que os subsidiam.

17. Contudo, adiantamos que os dois principais pontos a serem enfrentados neste Memorando serão:

(i) a correta interpretação a ser dada às variáveis da "Formula L(1/3)": $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$, que calcula a quantidade de ações em circulação passível de ser adquirida pelo acionista controlador de uma companhia aberta ou pessoa vinculada sem que venha a ter o dever de realizar uma OPA por aumento de participação. Nesse ponto, o questionamento será quanto ao tratamento a ser dado para a contabilização das ações ordinárias de emissão de Usiminas, anteriormente de titularidade da Companhia Vale do Rio Doce (“Vale”), quando de sua adesão ao acordo de acionistas de 06/11/2006^[1] da Companhia, concomitantemente com a alienação de parte daquelas ações que detinha a outros controladores da Companhia à época; e

(ii) a quem cabe o dever de realizar a OPA por aumento de participação de Usiminas, caso o Colegiado da CVM ratifique o entendimento da SRE quanto à sua necessidade, no caso ora analisado em que a Companhia é controlada por um bloco composto por Ternium, Nippon e CEU, mediante

Acordo de Acionistas (se exclusivamente à Ternium, por ter ultrapassado o limite de 1/3 de ações em circulação de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, quando da aquisição das ações ordinárias de emissão da Companhia, anteriormente detidas por Previ, ou se, de forma solidária, a todos os integrantes do bloco de controle, uma vez que o referido Acordo de Acionistas é silente sobre esse tema).

I. Recurso Nippon:

“Prezados Senhores,

1. *Nippon Steel & Sumitomo Metal Corporation (“NSSMC”) e Nippon Usiminas Co., Ltd. (em conjunto com NSSMC, “Recorrentes”), na qualidade de membros do grupo de controle da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. - USIMINAS (“Usiminas” ou “Companhia”), por meio de seus advogados infra assinados, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2014-12089, originado da consulta apresentada pelas Recorrentes a essa D. Comissão em 16 de outubro de 2014 (“Consulta”), vêm apresentar, tempestivamente e nos termos da Deliberação da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 463/03, seu **RECURSO** contra a decisão proferida por esta D. Superintendência nos termos do Ofício nº 63/2015/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício”) de 14 de abril de 2015, pelas razões que expõe abaixo.*

A obrigação de lançamento da OPA

2. *Inicialmente, parabenizamos esta D. Superintendência pela detalhada análise da Consulta, consubstanciada no Memorando nº 23/2015/CVM/SRE/GER-1 (“Memorando”), e que restou evidenciada na decisão contida no Ofício.*

3. *Em que pese a correta decisão desta D. Superintendência de que o limite de 1/3 (um terço) das ações ordinárias em circulação (“free float”) de emissão da Usiminas, previsto pelo caput do Art. 26 da Instrução CVM nº 361/02, foi ultrapassado pela Ternium Investments S.à.r.l. (“Ternium”) quando de sua aquisição, em 31 de outubro de 2014, das 51.390.000 ações ordinárias anteriormente detidas pela Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - Previ^[2], entendem as Recorrentes que a obrigação de realizar a Oferta Pública de Aquisição de Ações por Aumento de Participação (“OPA”), decorrente de tal aquisição, deve ser imposta exclusivamente à Ternium, que efetivamente realizou a aquisição de ações em excesso ao limite .*

4. *Como é sabido, no direito brasileiro a solidariedade não se presume. Ela só resulta de disposição expressa da lei ou da vontade das partes, conforme reza o Art. 265 da Lei nº 10.406/02 (Código Civil).*

5. *No presente caso, não há qualquer arranjo ou disposição contratual que preveja qualquer obrigação de os acionistas controladores da Usiminas se responsabilizarem, de maneira solidária, pela realização de qualquer oferta pública de aquisição de ações da Usiminas.*

6. *Outrossim, não há qualquer dispositivo legal que preveja, sequer indiretamente, tal solidariedade.*

7. *A OPA por aumento de participação é prevista no §6º do Art. 4º da Lei nº 6.404/76 (“Lei das S.A.”) nos seguintes termos:*

*“Art. 4º, §6º. **O acionista controlador** ou a sociedade*

controladora **que adquirir ações** de companhia aberta sob seu controle **que elevem sua participação**, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do §4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.” (grifos nossos)

8. Ademais, o caput do Art. 26 da Instrução CVM nº 361/02 regulamenta a porcentagem referida no §6º do Art. 4º da Lei das S.A. nos seguintes termos:

“Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no §6º do art. 4º da Lei 6.404. de 1976, deverá realizar-se sempre que **o acionista controlador**, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, **adquiram**, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37.” (grifos nossos)

9. Da leitura do §6º do Art. 4º da Lei das S.A. resta claro que não foi prevista qualquer solidariedade entre acionistas controladores no tocante à obrigação de realizar a oferta pública de que trata. Pelo contrário, a lei prefere utilizar o termo “acionista controlador” no singular, indicando que aquele, e somente aquele, que efetuar a aquisição que eleve sua participação ao percentual regulamentado é que deve sofrer o ônus de realizar a oferta pública.

10. No mesmo sentido, resta igualmente claro que o caput do Art. 26 da Instrução CVM 361/02 tampouco cria qualquer solidariedade entre acionistas controladores da companhia objeto, mas tão somente uma obrigação de realizar a OPA para aquele acionista controlador que adquirir ações que ultrapassem o limite de 1/3 ali previsto.

11. Assim, caso a companhia objeto possua mais de um acionista controlador (ou grupos de acionistas controladores), como se verifica na Usiminas, não pode o acionista controlador (ou os demais acionistas controladores) que se atenta ao (e observa o) limite imposto pela regulamentação e deixa de adquirir ações que possam fazê-lo ultrapassar tal limite, ter de se responsabilizar pela conduta de um outro acionista controlador que opte por deixar de observar o limite imposto pela regulamentação.

12. Não se pode tampouco alegar que as Recorrentes, ou qualquer outra entidade do Grupo NSC, que não são pessoas vinculadas nem atuam em conjunto com o acionista controlador Ternium para os fins da Instrução CVM 361/02, teriam contribuído para uma desavisada aquisição, pela Ternium, de ações em excesso ao limite de 1/3. A Ternium anunciou sua aquisição de ações sem nenhuma consulta prévia ou aviso, escrito ou verbal, prévio para qualquer das Recorrentes ou outras entidades do Grupo NSC. É importante lembrar que a última, e modesta, aquisição de ações ordinárias em circulação da Usiminas pelo Grupo NSC se deu em 2009, quando a NSSMC adquiriu 2.700.000 ações ordinárias em circulação.

13. As Recorrentes concordam que seria permitido - e a linguagem

utilizada por esta D. Superintendência na decisão contida no Ofício o confirma - aos demais membros do bloco de controle da Usiminas parcial ou totalmente satisfazer, se assim lhes aprouver(sse), em benefício da Ternium, a obrigação de realização da OPA, tendo em vista que a intenção primordial da norma é a proteção dos direitos dos acionistas minoritários que tiveram a liquidez de suas ações potencialmente impactadas pela aquisição além do limite de 1/3 realizada pela Ternium. Porém, trata-se de um direito dos demais acionistas controladores, mas nunca de uma obrigação, posto que não participaram da ou contribuíram com a aquisição que ultrapassou o limite de 1/3.

14. Caso eventual interpretação diversa da acima fosse realizada por esta D. Superintendência, poder-se-ia chegar, inclusive, à conclusão um tanto quanto absurda, a nosso ver, de que até a Previdência Usiminas (antiga Caixa dos Empregados da Usiminas, ou "CEU"), que também é membro do bloco de controle da Usiminas, e que sequer adquiriu ações ordinárias da Companhia após a data fixada pela Instrução CVM 361/02 para a determinação do número inicial de ações em circulação para fins de cálculo do limite de 1/3 - 05 de setembro de 2000 - estaria também obrigada a realizar, em conjunto com os demais acionistas controladores, a OPA requerida pelo Ofício.

15. Por todo o acima exposto:

(i) esclarecer que somente o acionista controlador Ternium é que está obrigado a realizar a OPA, em razão de ter adquirido ações ordinárias em montante que ultrapassou o limite de 1/3; e

(ii) caso, dentro do prazo de 60 (sessenta) dias da data do Ofício, esta D. Superintendência (ou o Colegiado da CVM, se este Recurso for a ele submetido) não tenha ainda se manifestado sobre o pedido do item (i) acima, ou caso esta D. Superintendência (ou o Colegiado da CVM, se este Recurso for a ele submetido) decida não reformar sua decisão conforme o pedido do item (i) acima, as Recorrentes respeitosamente requerem desde já também que este Recurso seja recebido com efeito suspensivo, desde o seu protocolamento, com relação aos acionistas controladores da Usiminas que fazem parte do Grupo NSC de acordo com o acordo de acionistas da Usiminas (o Grupo NSC é formado pelas Recorrentes, juntamente com Metal One Corporation e Mitsubishi Corporation do Brasil S.A.), e também com relação à CEU, a outra entidade do grupo de controle que não faz parte do grupo Ternium. Caso contrário, parece-nos indiscutível que a necessidade de as Recorrentes protocolarem perante a CVM (em de 60 (sessenta) dias da data do Ofício) toda a documentação pertinente ao pedido de registro da OPA exigida no Ofício poderá acarretar ônus desnecessário e prejuízo de difícil reparação às Recorrentes.

16. Não menos importante, e devido à complexidade da matéria, que requereu uma análise detida desta D. Superintendência, as Recorrentes ressaltam que se reservam o direito de, caso considerem necessário, respeitosamente requerer a reforma de qualquer outra parte da decisão refletida no Ofício, conforme o disposto nos itens III e IV da Deliberação CVM 463/03.

17. Caso esta D. Superintendência decida por manter sua decisão, as Recorrentes requerem desde já que este Recurso seja encaminhado ao Colegiado da CVM, para que examine e se pronuncie sobre os pedidos acima."

II. Recurso Ternium (acompanhado de parecer elaborado por Marcos Barbosa Pinto):

“Prezados Senhores,

Ternium Investments S.à r.l. (“Ternium”), acionista integrante do grupo de controle da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. – Usiminas (“Usiminas” ou “Companhia”) nos termos do Acordo de Acionistas Aditado e Consolidado de 16.01.2012, vem, em cumprimento ao disposto na Deliberação CVM nº 463, apresentar, respeitosa e tempestivamente [3], o presente Recurso ao Colegiado, com pedido de efeito suspensivo, contra a r. decisão proferida em 13.04.2015 por essa i. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) no Memorando nº 23/2015-CVM/SRE/GER-1 (“Decisão Recorrida”), pelas razões a seguir expostas.

I. Objeto do Recurso

O presente processo decorre de uma consulta realizada pela Nippon Steel & Sumitomo Metal Corporation e Nippon Usiminas Co., Ltd. (“Grupo NSSMC”) questionando se a aquisição realizada em 30.10.2014 pela Ternium de 51.390.000 ações ordinárias de emissão da Companhia, até então detidas pela Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI (“Aquisição Previ”), teria gerado a obrigação de lançamento de uma OPA por aumento de participação, nos termos do art.4º, §6º da Lei das S.A. e da regulamentação aplicável.

Após reiteradas manifestações de ambos os lados a respeito dos diversos eventos societários que teriam impactado o free float desde 5.09.2000, a controvérsia objeto do presente Processo resume-se ao tratamento a ser dado às ações que foram vinculadas pela Companhia Vale do Rio Doce (“Vale”) ao acordo de acionistas da Usiminas de 2006 (“Ações Vale”), para efeito da aplicação da fórmula elaborada no âmbito do Processo CVM nº RJ 2010/13241 (“Fórmula”).

Sendo assim, faz-se necessário entender, em detalhes, as operações que envolveram as Ações Vale, como indubitavelmente se passaram:

(i) em 5.09.2000, a Vale não integrava o Grupo de Controle, de modo que as ações por ela detidas eram consideradas como ações em circulação;

(ii) em 06.11.2006, a Vale ingressou no grupo de controle da Usiminas por meio da celebração de Acordo de Acionistas com os acionistas até então vinculados ao acordo de 1998 (conforme alterado em 20.01.2004) (“Acordo de 2006”), vinculando a este acordo apenas 11.971.536 ações ordinárias de sua titularidade (mantendo dele desvinculadas um saldo de 13.839.192 ações ordinárias, integralmente alienadas entre abril e setembro de 2007 [4]);

(iii) ato contínuo ao seu ingresso no grupo de controle da Usiminas [5], a Vale alienou 5.362.928 Ações Vale ao Grupo NSSMC, à Votorantim e à Camargo Correa;

(iv) em 16.04.2009, a Vale alienou o saldo das Ações Vale (6.608.608 ações ordinárias) ao Grupo NSSMC e a outros signatários do Acordo de 2006 (Votorantim, Camargo Correa e Mitsubishi), deixando de figurar como acionista da Usiminas.

Diante desses fatos, a NSSMC defendia, contrariamente ao que expressamente prevê a Lei das S.A., que todas as Ações Vale alienadas

intragrupo posteriormente à adesão ao Acordo de 2006 deveriam ser consideradas como “aquisições de ações em circulação” para fins da aplicação do art. 4º, §6º, da Lei 6.404/76 e, conseqüentemente, da quantificação da variável AQ presente na Fórmula.

Por outro lado, o entendimento sustentado pela Ternium - como se explicará melhor ao longo do presente recurso -, é o de que, tendo em vista que a totalidade das Ações Vale teria sido retirada de circulação por meio da adesão da Vale ao Acordo de 2006, nenhuma das posteriores operações intragrupo envolvendo as Ações Vale deveria ser considerada no cômputo das aquisições de ações em circulação, sendo, portanto, incapazes de ensejar a obrigação de se lançar uma OPA por aumento de participação.

A Decisão Recorrida, por sua vez, reconheceu que, em regra, a adesão ao acordo de acionistas ou a aquisição de ações intragrupo de controle não deveriam ser consideradas como aquisições de ações em circulação, mas que, em contrapartida, a adesão ao acordo de acionistas, por ter um efetivo impacto no free float, deveria ser contabilizada na variável ARC da Fórmula.

Não obstante, na análise do caso concreto, a Decisão Recorrida entendeu que as Ações Vale que foram alienadas aos demais membros do Grupo de Controle imediatamente após a adesão da Vale ao Acordo de 2006 deveriam ser “consideradas como aquisições de ações em circulação por parte dos acionistas controladores”, uma vez que “a adesão ao referido acordo e a alienação das ações ocorreram por ato imediato e vinculado”, devendo as demais Ações Vale ser contabilizadas na variável ARC. [6]

Com base nesse equivocado raciocínio, a Decisão Recorrida chegou à conclusão de que a Aquisição Previ teria ultrapassado o limite de 1/3 previsto no art. 26 da Instrução CVM nº 361/02 em 5.239.587 ações ordinárias, e, assim, ensejado a obrigação de os acionistas controladores realizarem uma OPA por aumento de participação.

Diante disso, ainda que a Decisão Recorrida também apresente discordâncias (menores) em relação a determinados números e métodos adotados pelas partes do processo [7], o presente recurso concentra seus questionamentos aos equívocos da Decisão Recorrida no cômputo das Ações Vale na Fórmula, como se passa a demonstrar.

II. Os equívocos da Decisão Recorrida

Variável AQ

Como se viu acima, ainda que não haja discordância entre NSSMC, Ternium e a Decisão Recorrida quanto ao fato de que a adesão ao acordo de acionistas em si não deveria ser considerada como aquisição de ações em circulação para fins da aplicação da Fórmula, a Decisão Recorrida entendeu que “a despeito de as 5.362.928 ações alienadas pela Vale imediatamente após ter aderido ao bloco de controle da Usiminas não serem mais consideradas formalmente como ações em circulação nos termos dos dispositivos acima, a aquisição de tais ações, por parte de acionistas controladores da Companhia, deve, em nosso entendimento, ser contabilizada como aquisição de ações em circulação por parte do controlador, ou seja, deve ser contabilizada pela variável AQ”.

Para isso, sustentou a Decisão Recorrida que a adesão da Vale ao Acordo de 2006 e a posterior alienação de 5.362.928 Ações Vale teriam se dado

“de forma imediata e por ato vinculado”.

Note-se, porém, que, diferentemente do que a pluralidade de tratamentos conferidos pela Decisão Recorrida faz parecer, as Ações Vale não foram retiradas de circulação em dois momentos diferentes, ou por meio de dois atos distintos. Pelo contrário, o ato de adesão e vinculação ao Acordo de 2006 foi único para todas as Ações Vale. E foi exatamente a adesão ao Acordo de 2006, e não as posteriores alienações intragrupo das Ações Vale, que impactaram o free float.

Sendo assim, por que então conferir diferentes tratamentos a elas exclusivamente em razão do período em que foram mantidas pela Vale antes de serem posteriormente alienadas a terceiros, quando já sequer eram consideradas ações em circulação?

Logicamente, a proximidade temporal e a previsão, no próprio Acordo de 2006 da alienação subsequente de parte das Ações Vale aos demais controladores não tornam a adesão ao Acordo de 2006 e as posteriores transações intragrupo um ato único. Afinal, trata-se de negócios jurídicos com pressupostos e efeitos distintos, celebrados, inclusive, por partes diferentes e em momentos diversos.

Como se sabe, a OPA por aumento de participação, prevista no art. 4º, §6º da Lei das S.A., aplica-se exclusivamente aos casos de aquisição pelo acionista controlador de ações que aumentem sua participação em determinada espécie ou classe de ações a ponto de impedir a liquidez das ações remanescentes:

*“Art. 4º (...) § 6º **O acionista controlador ou a sociedade controladora** que **adquirir** ações da companhia aberta sob seu controle **que elevem sua participação**, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, **impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes**, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4o, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.”*

A CVM, ao regular suas hipóteses de incidência por meio da Instrução nº 361 de 5 de março de 2002, buscou ser fiel às instruções da Lei das S.A., e deixa clara a necessidade de uma efetiva aquisição de ações em circulação para que incida a obrigação de lançamento de uma OPA por aumento de participação:

*“Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6o do art. 4º da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o **acionista controlador**, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, **adquiram**, por outro meio que não uma OPA, **ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação**, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37.”*

Como se vê - e aliás, como bem reconhecido pela própria Decisão Recorrida [\[8\]](#) -, tanto a Lei das S.A. quanto a Instrução CVM nº 361/02 são bastante claras ao estabelecerem dois requisitos básicos para que uma operação seja capaz de gerar a obrigação de lançamento de OPA por aumento de participação: “(i) a realização de uma aquisição ou série de aquisições de ações pelo controlador; e (ii) a retirada de ações de

circulação, reduzindo a liquidez do mercado”.

Nas irretocáveis palavras de Marcos Barbosa Pinto, em seu parecer de 04.02.2015:

“Como vimos, o fechamento branco de capital tem dois elementos básicos: (i) a realização de uma aquisição ou série de aquisições de ações pelo controlador; e (ii) a retirada de ações de circulação, reduzindo a liquidez do mercado. São esses dois fatores que, em conjunto, coagem o acionista minoritário a vender suas ações ao controlador por qualquer preço. Não há fechamento branco de capital se qualquer desses requisitos estiver faltando. Se o percentual de ações em circulação for reduzido sem que o acionista controlador tenha realizado uma aquisição de ações, não se pode falar em fechamento branco, pois o próprio objetivo do fechamento era coagir o acionista minoritário a vender suas ações para o controlador mediante uma aquisição ou série de aquisições de ações em circulação no mercado. Tampouco pode haver fechamento branco se o acionista adquire ações sem reduzir o número de papéis em circulação, já que o mecanismo que colocava o acionista sob pressão no fechamento branco era justamente a redução de liquidez provocada pela diminuição do número de ações em circulação.” (grifou-se)

Ao se analisarem, porém, as transações realizadas com as Ações Vale, vê-se que nenhuma delas apresenta ambos os requisitos cumulativamente. Afinal, se, por um lado, a adesão das Ações Vale ao Acordo de 2006 não pode ser equiparada às “aquisições” a que se refere a lei, por outro lado, as posteriores aquisições intragrupo das Ações Vale não geraram qualquer impacto no free float. Sendo assim, logicamente, nenhuma das transações intragrupo com as Ações Vale poderia ser consideradas no cálculo da variável AQ para fins da aplicação da Fórmula.

Portanto, ao considerar a adesão ao Acordo de 2006 e as alienações subsequentes como um só ato, a Decisão Recorrida constrói raciocínio equivocado, por meio do qual transfere indevidamente os efeitos exclusivos da adesão da Vale ao Acordo de Acionistas (leia-se: o impacto no free float) para as alienações intragrupo de suas 5.362.928 ações ocorridas subsequentemente – que em nada impactaram ou limitaram o free float –, de modo a cumprir artificialmente os requisitos legais para inclusão destas ações na variável AQ.

Na verdade, tem-se a impressão de que a Decisão Recorrida busca suprir o que talvez considere uma suposta lacuna regulatória.

Pois, sob a perspectiva da regulamentação vigente, é inegável que a vinculação de ações a um acordo de acionistas, com sua posterior alienação intragrupo, constitui uma operação legítima, não abrangida pelas regras que visam à proteção de liquidez.

Contudo, as tentativas de expansão da regulamentação vigente devem ser feitas pelo meio adequado, isto é, a edição de novas normas, e jamais aplicando-se entendimentos inéditos e contra legem a casos concretos objeto de processos administrativos.

Não há dúvidas – conforme já reiterado no âmbito deste processo – de que, caso se estivesse diante de alguma espécie de fraude ou simulação, caberia à CVM desconsiderar a forma adotada por eventual negócio jurídico simulado e empregar o regime jurídico aplicável ao negócio

dissimulado.

Entretanto, como já restou comprovado, esse não é o caso do presente processo, uma vez que (i) a aquisição das ações da Vale pelos demais acionistas controladores, à época, não seria capaz de disparar uma OPA por aumento de participação; (ii) a Vale se manteve vinculada ao Acordo de 2006 até abril de 2009 (isto é, por quase dois anos e meio); e (iii) a Ternium sequer era parte do grupo de controle à época, somente tendo contratado a Aquisição Previ oito anos após a celebração do Acordo de 2006.

Diante disso, a desconsideração da forma e da sequência cronológica em que foram celebrados os referidos negócios jurídicos - como equivocadamente fez a Decisão Recorrida em relação às Ações Vale alienadas em sequência à celebração do Acordo de 2006 - mostra-se desprovida de qualquer fundamento legal.

Marcos Barbosa Pinto, em seu parecer complementar, anexo ao presente recurso ("Parecer Complementar"), deixa claros os equívocos da interpretação aplicada pela Decisão Recorrida:

"A SRE argumenta que essa compra de ações se deu 'de forma imediata e por ato vinculado' à adesão da Vale ao acordo de acionistas, o que justificaria seu tratamento como uma aquisição de ações em circulação. Essa interpretação me parece equivocada por três razões: uma primeira de ordem formal, uma segunda de ordem substancial e, por fim, uma terceira de ordem funcional.

Do ponto de vista formal, é evidente que não se pode tratar a adesão ao acordo de acionistas e a compra de ações como uma aquisição de ações em circulação. Conforme expliquei em meu parecer anterior, a adesão ao acordo retirou as ações de circulação, de modo que a compra posterior não teve por objeto ações em circulação mas ações de titularidade dos próprios acionistas controladores.(...)

Do ponto de vista substancial, a conclusão é a mesma. A esse respeito, a SRE se restringe a afirmar que "na essência, a alienação em tela deve ser considerada como uma aquisição de ações em circulação". Contudo, sabemos que a adesão a um acordo de acionistas com posterior compra de parte das ações é um evento muito distinto, tanto em sua forma como em sua essência, de uma aquisição de ações em circulação. Nesse último caso, temos uma simples compra e venda de valores mobiliários realizada no mercado. Já em uma aquisição realizada após a celebração de um acordo de acionistas, estamos diante de uma negociação privada complexa, na qual inúmeros interesses estratégicos, políticos e econômicos estão envolvidos.

Se a essência da operação fosse realmente uma simples aquisição de ações em circulação, as partes poderiam muito bem ter invertido a ordem dos acontecimentos, celebrando a compra antes do acordo. Se elas não o fizeram, foi porque sua intenção não era essa. O que elas queriam, na essência, era celebrar o acordo primeiro, para garantir a participação da Vale no grupo de controle, para só depois celebrar a compra e venda das ações. Inexistindo suspeita de fraude, não há razão

nenhuma para cogitar e muito menos concluir que a essência das operações em tela seja de algum modo distinta de sua forma.

Do ponto de vista funcional, a questão me parece ainda mais clara. Como procurei explicar em meu parecer anterior, a oferta por aumento de participação foi criada para combater um problema específico, a saber, o fechamento branco de capital, que consistia em aquisições sucessivas de ações em circulação pelo acionista controlador, as quais acabavam por retirar a liquidez das ações remanescentes no mercado e coagiam os demais acionistas a vender suas ações. Evidentemente, a aquisição das ações da Vale não guarda nenhuma relação com esse tipo de conduta.”

Sendo certo, portanto, que não se trata de hipótese de fraude à lei ou simulação, não está a CVM autorizada a desconsiderar a ordem de negócios jurídicos legal e legitimamente celebrados e o regime jurídico a eles aplicáveis, para, sem maiores fundamentos, considerar uma aquisição de ações já vinculadas ao bloco de controle como se aquisição de ações em circulação fosse.

Ademais, não bastasse a clareza do dispositivo legal que exige a aquisição de ações em circulação para que se obrigue o acionista controlador a realizar uma OPA por aumento de participação, a tese adotada pela Decisão Recorrida mostra-se igualmente contrária ao próprio posicionamento atual da CVM, manifestado no Processo CVM nº RJ2004/6333, em que se reconheceu, de forma categórica, que **“as aquisições havidas intra grupo de controle excluem-se do cálculo a que se refere o art. 37 da Instrução 361/02”**.

Sendo assim, ainda que a lei permitisse a construção jurídica pretendida pela Decisão Recorrida – o que se cogita unicamente para argumentar, em respeito ao princípio da eventualidade –, sua aplicação somente seria possível em casos futuros, uma vez que **o art. 2º, XIII, da Lei 9.784/99 veda expressamente a aplicação retroativa de nova interpretação**.

Nas palavras mais uma vez irretocáveis de Marcos Barbosa Pinto, em seu parecer de 04.02.2015:

“O respeito aos precedentes adquiriu força ainda maior na esfera de atuação da CVM com a edição da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, cujo artigo 2º, XIII, veda a ‘aplicação retroativa de nova interpretação’. Por força desse preceito legal, sempre que a CVM decide mudar sua interpretação, ela deve fazê-lo somente para casos futuros, evitando assim que os investidores sejam pegos de surpresa pela mudança de interpretação e punidos mesmo quando atuaram em conformidade com decisões passadas da própria autarquia.

Essas considerações são pertinentes neste parecer porque a CVM já decidiu a principal questão que se coloca neste caso. No Processo CVM RJ2004/6333, decidido pelo colegiado em 30 de novembro de 2004, a CVM deixou claro que ‘as aquisições havidas intra grupo de controle excluem-se do cálculo a que se refere o art. 37 da Instrução 361/02’, o qual, como se sabe, apenas complementa a hipótese de incidência do artigo 26 para companhias que, como a Usiminas, já tinham ações em

circulação na data em que a Instrução CVM nº 361/02 foi editada.

Portanto, no caso concreto, mesmo que a CVM discordasse do entendimento deste parecer e de suas próprias decisões anteriores, ela não poderia exigir que a Ternium realizasse uma oferta por aumento de participação.”

Diante disso, requer-se a reforma da Decisão Recorrida para que se exclua do cômputo da variável AQ as 5.362.928 Ações Vale alienadas aos demais membros do Grupo de Controle em sequência à adesão da Vale ao Acordo de 2006.

Variável ARC

Adicionalmente, a Decisão Recorrida inova também quanto à aplicação da Fórmula em relação à variável ARC, ao defender que as novas ações vinculadas ao acordo de acionistas que não tenham sido consideradas na variável AQ deveriam ser contabilizadas na Fórmula como ARC.

Contudo, a Fórmula é absolutamente clara ao determinar as exatas hipóteses de ações retiradas de circulação que devem ser inseridas na variável ARC, nas quais, como se vê, não se inclui a adesão ao acordo de acionistas:

*“ARC – número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 5/9/2000, **em decorrência de:** (a) resgate, amortização ou reembolso, (b) aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3) em ações de outra classe ou espécie”.*

Como se vê, diferentemente do que sustenta a Decisão Recorrida, a Fórmula não tem a pretensão de englobar toda e qualquer variação no número de ações em circulação de uma companhia. Afinal, caso assim quisesse, bastaria que se comparasse o número de ações em circulação de em 5.09.2000 com o número atual de ações em circulação para se chegar ao número de ações que ainda estariam disponíveis à aquisição dos acionistas controladores. Como explicou Marcos Barbosa Pinto em seu Parecer Complementar:

“Não concordo com a afirmação feita pela SRE de que, a despeito da fórmula descrever situações específicas, seu intuito é “contabilizar as ações que foram retiradas de circulação após” a data-base fixada na instrução. Semelhante entendimento resulta em revogação implícita do art. 37, §1º, da Instrução CVM nº 361/02, que fixa 5 de setembro de 2000 como a data em que o número de ações em circulação deve ser calculado. Com efeito, essa regra se tornaria letra morta se a CVM passasse a ajustar a base de cálculo do limite de um terço cada vez que o número de ações em circulação fosse aumentado ou reduzido em decorrência de eventos que não estão previstos em sua regulamentação ou em seus precedentes.”

Portanto, ainda que a adesão ao acordo de acionistas gere impactos no free float, certo é que a Fórmula decidiu por não contemplá-la em sua variável ARC. Sendo assim, a Decisão Recorrida vai de encontro aos

próprios precedentes da CVM, ampliando de forma bastante relevante o alcance da variável ARC e, conseqüentemente, da obrigação prevista no art. 4º, §6º da Lei das S.A.

Ademais, cumpre lembrar que a elaboração da Fórmula tem como principal objetivo dar segurança jurídica aos participantes do mercado, de modo a garantir uma previsibilidade das hipóteses de incidência da obrigação de lançamento de uma OPA por aumento de participação. Todavia, o que faz a Decisão Recorrida ao sustentar a modificação da variável ARC - desconsiderando por completo o conceito expressamente estabelecido na própria Fórmula - é exatamente o contrário.

Sendo assim, ainda que se venha a entender que a adesão a acordos de acionista deveria passar a ser computada na variável ARC - o que se admite apenas para argumentar e, frise-se, nunca se fez até a presente data -, não há dúvidas de que restaria caracterizada nova interpretação de norma administrativa, cuja aplicação retroativa é vedada pelo art. 2º, XIII da Lei 9.784/99.

É o que atesta Marcos Barbosa Pinto em seu Parecer Complementar:

“[A] SRE inovou ao incluir no conceito uma operação que não é por ele mencionada, o que é evidentemente ilegal, visto que resulta em aplicação retroativa de nova interpretação, o que é proibido pelo artigo 2º, XIII, da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999.”

Diante, portanto, da evidente inaplicabilidade de nova interpretação ao presente caso, torna-se mandatário o reconhecimento de que as Ações Vale tampouco poderiam ser contabilizadas na variável ARC.

Aplicação correta da Fórmula

Diante do acima exposto, a correta aplicação da Fórmula exclui o cômputo das Ações Vale das variáveis AQ - visto que manifestamente não se trata de aquisições de ações em circulação - e ARC - visto que não se insere nas hipóteses previstas na Fórmula. Sendo assim, partindo-se dos números adotados pela própria Decisão Recorrida, tem-se que a adequada aplicação da Fórmula chegaria ao seguinte limite de 1/3:

Sendo:

$$AC00 = 52.097.043 \times 2 = 104.194.086$$

$$AAC = (141.690 + 672 + 35 + 36.691 + 20.009.202 + 17 + 3 + 30.013.814 + 119) \times 2 + 14 + 18 + 3.985 = 100.408.503$$

$$ARC = (13.839.192 + 249.392 + 6 + 377 + 1) \times 2 + 3.218 + 2 = 28.181.156$$

$$AOPS = 13.802.499 \times 2 = 27.604.998$$

$$AQ = (99 + 663.300 + 2.700.000) \times 2 + 5 = 6.726.803$$

$$\mathbf{L(1/3)} = \underline{(104.194.086 + 100.408.503 - 28.181.156 + 27.604.998)} - 6.726.803$$

3

$$\mathbf{L(1/3)} = 61.282.007$$

Pedido subsidiário

Por fim, no improvável cenário em que essa Autarquia venha a considerar correta e imediatamente aplicável a nova interpretação da Decisão Recorrida de que a adesão ao Acordo deveria ser considerada na variável ARC - o que se admite apenas para argumentar, tendo em vista que se trataria de inovação não prevista nas normas aplicáveis ao mercado de capitais brasileiro -, certo é que não se poderia, sob nenhuma hipótese, aceitar que se confirmam tratamentos variados às Ações Vale - considerando algumas na variável AQ e outras na variável ARC -, uma vez que, como se viu, todas elas foram retiradas de circulação pelo mesmo evento: a adesão ao Acordo de 2006.

Trata-se, na realidade, de hipótese levantada pela própria Decisão Recorrida, ao defender que "mesmo que viéssemos a concordar que a alienação das ações detidas pela Vale aos controladores da Companhia imediatamente após a assinatura do acordo de acionistas de 17/11/2006 **[retificando, em 06/11/2006, conforme consta das notas de rodapé 1 e 11]** não deveria ser contabilizado pela variável AQ, ainda assim, não haveria como deixar de contabilizar na variável ARC todas as ações de titularidade da Vale quando de sua adesão ao referido acordo, visto que, **naquele momento**, tais ações deixaram de ser consideradas ações em circulação" (grifou-se).

Sendo assim, também as Ações Vale vendidas imediatamente após a celebração do Acordo de Acionistas de 2006 deveriam ser consideradas na variável ARC, visto que, assim como as demais, também foram retiradas de circulação exclusivamente pela adesão ao referido Acordo.

Ainda nesse cenário subsidiário, em que a totalidade das Ações Vale é considerada na variável ARC, o emprego da Fórmula também resultaria na não incidência de obrigação de lançamento de uma OPA por aumento de participação:

Sendo:

$$AC00 = 52.097.043 \times 2 = 104.194.086$$

$$AAC = (141.690 + 672 + 35 + 36.691 + 20.009.202 + 17 + 3 + 30.013.814 + 119) \times 2 + 14 + 18 + 3.985 = 100.408.503$$

$$ARC = (6.608.608 + 5.362.928 + 13.839.192 + 249.392 + 6 + 377 + 1) \times 2 + 3.218 + 2 = 52.124.228$$

$$AOPS = 13.802.499 \times 2 = 27.604.998$$

$$AQ = (99 + 663.300 + 2.700.000) \times 2 + 5 = 6.726.803$$

$$\mathbf{L(1/3)} = \underline{(104.194.086 + 100.408.503 - 52.124.228 + 27.604.998) - 6.726.803}$$

3

$$\mathbf{L(1/3)} = 53.300.983$$

Diante disso, caso a CVM venha a contrariar a vedação legal à aplicação retroativa de nova interpretação, considerando correto e imediatamente aplicável o entendimento inédito da SRE, requer-se, subsidiariamente aos demais pedidos, que a totalidade das Ações Vale seja considerada na variável ARC, uma vez que todas elas foram retiradas de circulação por meio da adesão ao Acordo de 2006.

III. Prazo para Adoção de Procedimento Alternativo

Embora a Ternium esteja convicta de que o entendimento inédito da SRE será reformado, dando prioridade à segurança das relações estabelecidas no mercado de capitais, há mais um ponto a ser examinado, para fins de argumentação.

A Instrução CVM nº 361/02 garante aos acionistas controladores, em seu art. 28, a faculdade de requerer à CVM a adoção de procedimento alternativo à realização da OPA por aumento de participação, desde que se comprometam a alienar as ações que tenham ultrapassado o limite de 1/3 no prazo de 3 (três) meses.

Contudo, ainda que a Decisão Recorrida tenha reconhecido “ser lícito aos controladores da Companhia solicitar à CVM autorização para não realização de OPA por aumento de participação, desde que se comprometam a alienar o excesso de participação, nos termos do art. 28 da Instrução CVM 361”, não se manifestou expressamente quanto ao termo inicial, neste caso específico, do prazo de 3 (três) meses previsto no referido dispositivo.

Deste modo, considerando-se o entendimento já manifestado pela CVM de que, em casos em que não se tenha “a plena convicção da incidência de OPA por aumento de participação”, o referido prazo apenas tem início com a reconhecimento de sua incidência pela CVM[9], requer-se que se reconheça expressamente, também neste caso, que o prazo de 3 (três) meses previsto no art. 28 da Instrução CVM nº 361/02 somente terá início na data da intimação de eventual decisão definitiva que venha a reconhecer a incidência da obrigação de lançamento de uma OPA por aumento de participação.

IV. Efeito Suspensivo

Considerando-se, ainda, que o Ofício nº 61/2015/CVM/SRE/GER-1 estipulou prazo de 60 (sessenta) dias para que os acionistas controladores “providenciem o protocolo da documentação pertinente ao pedido de registro da OPA em questão”, torna-se impositiva, em linha com o posicionamento corrente desta Autarquia em relação a casos análogos, a imediata concessão de efeito suspensivo ao presente recurso, uma vez que eventual realização de OPA por aumento de participação no prazo determinado pelo referido ofício frustraria os direitos da Ternium, dada sua impossibilidade de reversão.

V. Conclusão e Pedidos

Ante todo o exposto, a Ternium confia, em primeiro lugar, que a SRE deferirá o pedido de efeito suspensivo ora requerido. Caso, porém, a SRE indefira, total ou parcialmente, o pedido de efeito suspensivo, requer-se a imediata intimação do recorrente e remessa de cópia do recurso e da decisão ao Presidente da CVM, para que promova o reexame da decisão denegatória do efeito suspensivo, nos termos do item VI da Deliberação CVM nº 463/03.

A Ternium confia, ainda, que a SRE reformará a Decisão Recorrida para:

(i) reconhecer a impossibilidade de se computarem as Ações Vale na

variável AQ, uma vez que manifestamente não se trata de aquisições de ações em circulação e que tal entendimento contraria o posicionamento atual da própria CVM; e

(ii) reconhecer a impossibilidade de se computarem as Ações Vale na variável ARC, uma vez que a adesão ao acordo de acionistas não se insere nas hipóteses previstas na Fórmula e que qualquer nova interpretação da Fórmula somente poderia ser aplicada a casos futuros; ou

(iii) subsidiariamente, caso a CVM considere correto e imediatamente aplicável o entendimento de que a adesão ao acordo de acionistas deve ser considerado na variável ARC, reconhecer, então, que a totalidade das Ações Vale deve ser considerada na variável ARC, uma vez que todas elas foram retiradas de circulação em um mesmo ato: a adesão ao Acordo de 2006; ou ainda

(iv) caso os pedidos anteriores não venham a ser acatados, o que se cogita apenas para argumentar, confirmar o entendimento de que o prazo de 3 (três) meses previsto no art. 28 da Instrução CVM nº 361/02 somente terá início na data da intimação de eventual decisão definitiva que venha a reconhecer a incidência da obrigação de lançamento de uma OPA por aumento de participação.

Caso, porém, a SRE entenda por manter a Decisão Recorrida, requer-se o imediato encaminhamento do presente recurso ao Colegiado da CVM para que este possa examinar as razões e pedidos ora expostos, a fim de reconhecer a não incidência, no presente caso, da obrigação de os acionistas controladores realizarem uma OPA por aumento de participação.

Nestes termos,

Pede deferimento.

Ternium Investments S.à R.L.”

Parecer elaborado por Marcos Barbosa Pinto

“1. Introdução

Em 26 de janeiro de 2015, emiti um parecer a respeito da incidência de oferta por aumento de participação em decorrência de aquisições de ações realizadas pelos controladores da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - Usiminas. Mais especificamente, meu parecer tratava da forma como deveriam ser computadas certas operações realizadas pelos controladores da Usiminas com a Companhia Vale do Rio Doce.

Essas operações podem ser assim resumidas:

(i) em 6 de novembro de 2006, a Vale ingressou no grupo de controle da Usiminas, mediante celebração de um acordo de acionistas, ao qual vinculou uma parcela das ações ordinárias de que era titular;

(ii) na mesma data, após a celebração do acordo de acionistas, a Vale alienou parte das ações vinculadas ao acordo para os demais membros do bloco de controle;

(iii) mais de dois anos depois, em 16 de abril de 2009, a Vale vendeu as demais ações vinculadas ao acordo de acionistas, também para os demais integrantes do bloco de controle.

A questão objeto de meu primeiro parecer foi a seguinte: As ações vinculadas pela Vale ao acordo de acionistas e posteriormente vendidas aos demais membros do grupo de controle da Usiminas devem ou não ser computadas para fins do cálculo do limite de um terço previsto no artigo 26 da Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002? Pelas razões expostas no parecer, minha resposta foi negativa: referidas operações não deveriam ser computadas no cálculo do limite de um terço.

Posteriormente à emissão de meu parecer, a Superintendência de Registro - SRE da Comissão de Valores Mobiliários - CVM proferiu sua decisão a respeito do assunto, na qual chegou às seguintes conclusões:

(i) a compra de ações realizada em 6 de novembro de 2006 deve ser deduzida do saldo de ações que o grupo de controle poderia adquirir, pois a adesão da Vale ao acordo de acionistas e a compra de ações ocorreram de forma imediata e por ato vinculado;

(ii) as ações que continuaram a pertencer à Vale após sua adesão ao acordo de acionistas devem ser excluídas da base de cálculo sobre a qual se aplica o limite de um terço, pois a adesão ao acordo fez com que elas saíssem de circulação;

(iii) a compra de ações realizada em 16 de abril de 2009 não deve ser deduzida do saldo de ações que o grupo de controle poderia adquirir, pois nesse momento essas ações já não estavam em circulação.

Concordo com a conclusão da SRE descrita no item (iii) acima, mas discordo, respeitosamente, das demais.

Como explicarei na primeira parte desse parecer, a adesão da Vale ao acordo de acionistas não deve alterar a base de cálculo sobre a qual se aplica o percentual de um terço, pois o artigo 37, §1º, da Instrução CVM nº 361/02 determina expressamente que o limite de um terço seja calculado com base no número de ações em circulação em uma determinada data, a saber: 5 de setembro de 2.000. Por isso, alterações posteriores no número de ações em circulação devem ser desconsideradas, exceto nas hipóteses expressamente previstas pela CVM com base no art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, as quais não englobam a adesão a acordo de acionistas.

Além disso, conforme procurarei demonstrar na segunda parte desse parecer, a adesão da Vale ao acordo de acionistas e a compra de suas ações são operações distintas, que não podem ser tratadas como uma só. Embora tenham sido realizadas na mesma data, a adesão ao acordo ocorreu antes da compra das ações. E ainda que ambas as operações possam estar vinculadas, elas não se confundem. A natureza distinta dessas operações só poderia ser desconsiderada em caso de fraude à lei, algo de que não se cogita no presente caso.

Elaborei esse parecer suplementar com base nos mesmos documentos que instruíram meu parecer anterior, além dos seguintes, posteriormente recebidos:

(i) Acordo de Acionistas Alterado e Consolidado, celebrado entre os controladores da Usiminas em 6 de novembro de 2006; e

(ii) Memorando nº 23/2015-CVM/SRE/GER 1, datado de 13 de abril de 2015.

2. Adesão ao Acordo

Em sua bem fundamentada decisão, a SRE entendeu que a adesão da Vale ao acordo de acionistas implicou redução no número de ações em circulação da Usiminas. Esse entendimento está absolutamente correto, pois ações pertencentes ao grupo de controle não estão mesmo em circulação, conforme estabelecem tanto o art. 4-A, §2º da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 quanto o art. 3º, III, da Instrução CVM nº 361/02, corretamente citados na decisão da SRE.

Ocorre que, em sua análise, a SRE desconsiderou o aspecto cronológico da questão. O número de ações em circulação de uma companhia aberta varia frequentemente, conforme a companhia emita ou recompre ações, realize operações societárias ou caso ocorram alterações no bloco de controle. Portanto, para que se possa calcular o número de ações que os controladores podem adquirir sem disparar a oferta por aumento de participação, a Instrução CVM nº 361/02 fixou datas específicas nas quais o número de ações em circulação deve ser computado.

Para as companhias abertas já existentes à data da edição da instrução, a questão é disciplinada pelo art. 37, §1º, cujo teor transcrevo abaixo:

Art. 37 (...)

§1º Para efeito da aplicação às companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução do disposto nos arts. 15, inciso I e 26, o limite de 1/3 das ações em circulação ali referido deverá ser calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir.

Vê-se que a SRE cometeu um equívoco ao entender que, após a adesão da Vale ao acordo de acionistas, suas ações deveriam ser excluídas da base de cálculo sobre a qual o percentual de um terço deve ser aplicado. Pois, segundo o §1º do art. 37, acima transcrito, essa base de cálculo é fixa, devendo corresponder ao número de ações em circulação em 5 de setembro de 2000, data em que a Instrução CVM nº 345/00 entrou em vigor. Alterações posteriores no número de ações em circulação, como as resultantes da adesão da Vale ao acordo de acionistas, são irrelevantes e devem ser desconsideradas – salvo nos casos de ajuste previstos no art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, o que não é o caso.

É importante entender porque a CVM decidiu fixar a base de cálculo numa determinada data. Isso foi feito por duas razões. Primeiro, porque se a base de cálculo fosse móvel, ocorreria uma referência circular, já que a aquisição de ações pelo controlador alteraria o próprio número de ações em circulação. Segundo, fixar uma data-base permitia que os controladores soubessem, desde o início da vigência da Instrução, exatamente quantas ações poderiam adquirir sem disparar a oferta por aumento de participação.

Mas o que dizer da famosa fórmula $L(1/3) = 1/3 \times (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$? Ela não faz alterações à base de cálculo sobre a qual se aplica o percentual de um terço? É evidente que sim. É preciso entender,

contudo, as origens dessa fórmula, para que ela não seja usada indevidamente. Como deixa claro o voto do relator no Processo CVM RJ-2010-13241, decidido pelo colegiado em 19 de abril de 2011, a fórmula acima foi concebida para orientar a aplicação, pela CVM, do art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, cujo teor transcrevo abaixo:

Art. 35-A. A pedido do acionista controlador, a CVM poderá autorizar que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 (um terço) previsto nos arts. 15, inciso I e 26, caso esse número tenha se alterado de maneira significativa após as datas estabelecidas nos referidos dispositivos e no art. 37, §1º, em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias.

O artigo 35-A foi inserido na Instrução CVM nº 361/02 em sua reforma, realizada em 2010. Naquele momento, o colegiado da CVM estava ciente de que a base acionária de muitas companhias havia se modificado radicalmente desde 2000, o que gerava enorme incerteza para os controladores e para o próprio mercado. O próprio Processo CVM RJ-2010-13241, que deu ensejo à fórmula $L(1/3) = 1/3 \times (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$, estava em discussão no colegiado naquele momento, levantando questões bastante complexas.

Durante os debates a respeito, o colegiado pensou em incluir uma fórmula na própria Instrução CVM nº 361/02. Porém, esse caminho foi afastado porque as situações fáticas a que essa fórmula seria aplicada poderiam ser bastante distintas, o que tornava mais apropriado um exame casuístico. Além disso, temia-se que a aplicação imediata dessa fórmula acabasse por demandar a realização de ofertas públicas em situações já consolidadas, causando insegurança jurídica. Em vista disso, o colegiado decidiu incluir na instrução um artigo que permitisse ajustes na base de cálculo, mediante solicitação do acionista controlador e após a análise da questão pela CVM.

Sendo assim, a inserção do art. 35-A na Instrução CVM nº 361/02, seguida pela elaboração da fórmula no Processo CVM RJ-2010-13241, tinha como principal objetivo a criação de um ambiente de maior segurança jurídica, em benefício dos acionistas controlador. Contudo, o que se vê na decisão da SRE é exatamente o oposto.

Em sua decisão, a SRE não se ateu aos conceitos anteriormente vigentes para aplicação da fórmula $L(1/3) = 1/3 \times (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$. Com efeito, o conceito ARC vem sendo definido, em todos os processos em que foi utilizado, como “número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) resgate, amortização ou reembolso, (b) aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o $L(1/3)$ em ações de outra classe ou espécie”.

Como se percebe, esse conceito não incide sobre a retirada de ações em circulação em decorrência de acordo de acionistas. Portanto, a SRE inovou ao incluir no conceito uma operação que não é por ele mencionada, o que é evidentemente ilegal, visto que resulta em aplicação retroativa de nova interpretação, o que é proibido pelo artigo 2º, XIII, da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999.

Não concordo com a afirmação feita pela SRE de que, a despeito da fórmula descrever situações específicas, seu intuito é “contabilizar as ações que foram retiradas de circulação após” a data-base fixada na instrução. Semelhante entendimento resulta em revogação implícita do art. 37, §1º, da Instrução CVM nº 361/02, que fixa 5 de setembro de 2000 como a data em que o número de ações em circulação deve ser calculado. Com efeito, essa regra se tornaria letra morta se a CVM passasse a ajustar a base de cálculo do limite de um terço cada vez que o número de ações em circulação fosse aumentado ou reduzido em decorrência de eventos que não estão previstos em sua regulamentação ou em seus precedentes.

Acredito que este caso exija uma reflexão ainda mais aprofundada por parte da CVM. Inicialmente, a autarquia alterou a Instrução CVM nº 361/02 para permitir ajustes na base de cálculo do limite de um terço a pedido do acionista controlador. Para tanto, desenvolveu uma fórmula para balizar suas decisões. Na sequência, passou a exigir a realização de oferta pública com base nessa fórmula, o que me parece questionável. Agora, neste caso, foi além e alargou um dos conceitos previstos na fórmula, exigindo a realização de oferta sem observar seus próprios precedentes. Não me parece que essa decisão tenha respaldo legal.

Parece-me que o caminho mais adequado a ser seguido é aplicar a fórmula divulgada ao mercado à risca e, no momento adequado, alterar a regulamentação para incorpora-la formalmente ao ordenamento, com os ajustes que se fizerem necessários. Para o caso concreto, isso significa que as ações detidas pela Vale não devem ser incluídas na variável ARC da fórmula, mas simplesmente ignoradas na determinação da base de cálculo sobre a qual se aplica o limite de um terço previsto na regulamentação.

3. Compra de Ações

Minha discordância com a decisão da SRE não se restringe à exclusão das ações de propriedade da Vale da base de cálculo sobre a qual incide o limite de um terço. Também me parece equivocado o tratamento dado pela SRE à compra de ações da Vale por membros do bloco de controle realizada na mesma data em que o acordo foi celebrado. Segundo a área técnica da CVM, as ações adquiridas nessa operação devem ser deduzidas do saldo de ações que os controladores podem comprar sem disparar a oferta por aumento de participação.

A SRE argumenta que essa compra de ações se deu “de forma imediata e por ato vinculado” à adesão da Vale ao acordo de acionistas, o que justificaria seu tratamento como uma aquisição de ações em circulação. Essa interpretação me parece equivocada por três razões: uma primeira de ordem formal, uma segunda de ordem substancial e, por fim, uma terceira de ordem funcional.

Do ponto de vista formal, é evidente que não se pode tratar a adesão ao acordo de acionistas e a compra de ações como uma aquisição de ações em circulação. Conforme expliquei em meu parecer anterior, a adesão ao acordo retirou as ações de circulação, de modo que a compra posterior não teve por objeto ações em circulação mas ações de titularidade dos próprios acionistas controladores.

Ressalte-se, a propósito, que o acordo celebrado entre as partes deixa bastante claro que a transferência das ações só ocorreu posteriormente:

2.1 Os Acionistas concordam que imediatamente após a Data de Fechamento, as quantidades de Ações previstas nos Anexo 1 serão transferidas, direta ou indiretamente, entre os cedentes e cessionários identificados no Anexo 1.

1.6 “Data de Fechamento” significa a data de assinatura deste Contrato por todos os Acionistas.

Do ponto de vista substancial, a conclusão é a mesma. A esse respeito, a SRE se restringe a afirmar que “na essência, a alienação em tela deve ser considerada como uma aquisição de ações em circulação”. Contudo, sabemos que a adesão a um acordo de acionistas com posterior compra de parte das ações é um evento muito distinto, tanto em sua forma como em sua essência, de uma aquisição de ações em circulação. Nesse último caso, temos uma simples compra e venda de valores mobiliários realizada no mercado. Já em uma aquisição realizada após a celebração de um acordo de acionistas, estamos diante de uma negociação privada complexa, na qual inúmeros interesses estratégicos, políticos e econômicos estão envolvidos.

Se a essência da operação fosse realmente uma simples aquisição de ações em circulação, as partes poderiam muito bem ter invertido a ordem dos acontecimentos, celebrando a compra antes do acordo. Se elas não o fizeram, foi porque sua intenção não era essa. O que elas queriam, na essência, era celebrar o acordo primeiro, para garantir a participação da Vale no grupo de controle, para só depois celebrar a compra e venda das ações. Inexistindo suspeita de fraude, não há razão nenhuma para cogitar e muito menos concluir que a essência das operações em tela seja de algum modo distinta de sua forma.

Do ponto de vista funcional, a questão me parece ainda mais clara. Como procurei explicar em meu parecer anterior, a oferta por aumento de participação foi criada para combater um problema específico, a saber, o fechamento branco de capital, que consistia em aquisições sucessivas de ações em circulação pelo acionista controlador, as quais acabavam por retirar a liquidez das ações remanescentes no mercado e coagiam os demais acionistas a vender suas ações. Evidentemente, a aquisição das ações da Vale não guarda nenhuma relação com esse tipo de conduta.

A compra de ações da Vale possui uma série de características próprias que a distinguem radicalmente do fechamento branco. Em primeiro lugar, ela foi objeto de negociação privada e não de uma típica operação em bolsa. Em segundo lugar, a operação envolveu uma negociação complexa, em que interesses estratégicos estavam certamente envolvidos. Por fim, a operação foi precedida pela negociação de um acordo de acionistas que assegurou à Vale uma série de direitos políticos e econômicos, num resultado muito distinto das operações coercitivas para os minoritários que caracterizam o fechamento branco.

Por isso, discordo da interpretação da SRE que tratou a compra ações da Vale como uma aquisição de ações em circulação. Seja do ponto de vista formal, substancial ou funcional, esse tratamento é inadequado. Formalmente, a aquisição de ações após a celebração de um acordo de acionistas não é uma aquisição de ações em circulação. Substancialmente, a operação em nada diverge de sua forma. Funcionalmente, ela não provocou nem contribuiu para um fechamento branco de capital da Usiminas.

4. Conclusão

Por conseguinte, concluo que:

(i) as ações da Usiminas de que a Vale era titular na data em que aderiu ao acordo de acionistas não devem ser subtraídas da base de cálculo sobre a qual se aplica o limite de um terço previsto no artigo 26 da Instrução CVM nº 361/02, tendo em vista que se trata de hipótese não prevista na regulamentação, tampouco nos precedentes da CVM;

(ii) na aplicação da fórmula $L(1/3) = 1/3 \times (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$, as ações detidas pela Vale não devem ser incluídas no elemento ARC, visto que a definição desta variável da fórmula não engloba a retirada de ações em circulação em decorrência de acordo de acionistas, sob pena de violação do artigo 2º, XIII, da Lei nº 9.784/99, que veda a aplicação retroativa de nova interpretação;

(iii) a aquisição de ações da Vale realizada na mesma data em que foi celebrado o acordo de acionistas não constitui uma aquisição de ações em circulação, porque a celebração do acordo ocorreu antes da aquisição; além disso, não temos nenhuma razão para supor que a essência dessa operação seja distinta de sua forma, já que ela não guarda qualquer relação com as práticas que oferta por aumento de participação visa a coibir.

Rio de Janeiro, 26 de abril de 2015.

Marcos Barbosa Pinto”

III. Recurso CEU:

“PREVIDÊNCIA USIMINAS, já qualificada nos autos do processo em epígrafe, vem, por seus procuradores, nos termos da Deliberação CVM nº 463/2003, apresentar RECURSO ao Colegiado dessa Comissão de Valores Mobiliários - CVM, em face da decisão contida no Ofício nº 061/2015/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício”).

No Ofício, a r. Superintendência de Registro e Valores Mobiliários - SRE entendeu que a transação realizada entre a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“PREVI”) e a Ternium Investments S.à.r.l (“Ternium”), em 30/10/2014, teria ensejado “a obrigação de os controladores da Companhia realizarem uma OPA por aumento de participação para todas as ações ordinárias de sua emissão em circulação, nos termos do § 6º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 e do art. 26 da Instrução CVM nº 361/02”.

Em decorrência, determinou “sejam notificados os acionistas controladores da Companhia sobre a referida conclusão desta Superintendência, a fim de que providenciem o protocolo da documentação pertinente ao pedido de registro da OPA em questão no prazo de 60 dias a contar da presente data; (...)”.

Todavia, a determinação da SRE não pode prosperar, uma vez que não se coaduna com as normas vigentes, devendo ser reformada pelo colendo Colegiado dessa respeitável Autarquia.

1. TEMPESTIVIDADE DO PRESENTE RECURSO

Em 14 de abril de 2015, a Previdência Usiminas, na qualidade de integrante do grupo de controle da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A - USIMINAS ("Usiminas"), recebeu o Ofício, encaminhado pelo Diretor de Relações com Investidores da Usiminas.

Considerando não ter sido parte do processo administrativo que deu origem ao Ofício, iniciado através de uma consulta realizada pela Nippon Steel & Sumitomo Metal Corporation e Nippon Usiminas Co. Ltd., a Previdência Usiminas solicitou cópia integral do mesmo, que foi recebida em 11 de maio de 2015.

Assim, nos termos do inciso I da Deliberação CVM 463/2003^[10], o prazo para interposição de recurso se encerra no dia 26 de maio de 2015, restando evidenciada a sua tempestividade.

2. A DECISÃO RECORRIDA

Conforme acima explicitado, a decisão recorrida concluiu que a transação realizada entre a PREVI e a Ternium em 30/10/2014 teria ensejado "a obrigação de os controladores da Companhia realizarem uma OPA por aumento de participação para todas as ações ordinárias de sua emissão em circulação", e determinou que os acionistas de controle efetuassem o protocolo da documentação pertinente ao pedido de registro da OPA em questão no prazo de 60 dias".

Tal conclusão partiu da análise do § 6º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 e do art. 26 da Instrução CVM nº 361/02, segundo os quais:

Lei 6.404/1976

"Art. 4º (...)

§ 6º. O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.

Instrução CVM nº 361/02

Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37.

§1º. Caso as pessoas referidas no caput detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada

em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o caput, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.

§2º. A OPA de que trata este artigo deverá ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas.

§3º. O requerimento de registro da OPA de que trata o caput deverá ser apresentado à CVM no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da data em que se verificar a hipótese do caput, ou no prazo determinado pela CVM, na hipótese do § 1º.

§4º. Em qualquer das hipóteses deste artigo será lícito às pessoas mencionadas no caput adotar o procedimento alternativo de que trata o art. 28, nas condições ali referidas.

§ 5º. Não sendo aplicável o disposto nos §§1º e 2º do art. 37, o limite de 1/3 (um terço) previsto no caput deverá ser calculado com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários.

§ 6º. Uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no caput, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação.

No âmbito do MEMO/SRE/GER-1/Nº 43/2011, a SRE estabeleceu a fórmula para o cálculo do limite de 1/3 (um terço) fixado no artigo 26 da Instrução CVM nº 361/02, conforme abaixo:

"Formula L(1/3)": $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$, sendo:

1. L(1/3) - Limite de 1/3 previsto nos arts. 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361;
2. AC00 - número de ações da classe ou espécie em circulação em 5/9/2000;
3. AAC - número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) aumentos de capital com subscrição de ações, (b) bonificações em ações, (c) alienação de ações pela própria companhia objeto em negociação com ações em tesouraria, e (d) conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);

4. ARC - número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) resgate, amortização ou reembolso, (b) aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3) em ações de outra classe ou espécie;

5. AOPS - número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 5/9/2000 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias; e

6. AQ - número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 5/9/2000, por meio de OPA ou por outro meio que não uma OPA”.

O Memorando nº 23/2015-CVM/SRE/GER-1 (“Memorando”), que fundamentou a decisão recorrida, utilizou a supracitada fórmula para o cálculo do limite previsto na Instrução CVM nº 361/02. Todavia, verificamos alguns equívocos em sua aplicação.

A SRE, ao efetuar o cálculo do limite, explicitado no Memorando, considerou que as ações adquiridas pela então Companhia Vale do Rio Doce (“Vale”) e posteriormente alienadas a outros acionistas do grupo de controle teriam impactado em duplicidade o free float das ações ordinárias da Usiminas. Todavia, não foi o que ocorreu.

Em 06 de novembro de 2006 a Vale assinou o Acordo de Acionistas da Usiminas (“Acordo de Acionistas”), passando a integrar o grupo de controle da companhia. Neste momento, as ações de titularidade da Vale vinculadas ao Acordo de Acionistas (6.608.608 ações ordinárias) deixaram de compor o free float da mencionada classe de ações. No mesmo ano, a Vale efetuou a venda de parte dessas ações (5.362.928) a outros acionistas integrantes do grupo de controle. No momento da venda das ações pela Vale, estas já não compunham o free float de ações ordinárias da Usiminas, tendo em vista que a venda ocorreu entre os próprios acionistas controladores. Logo, não poderiam impactar - como de fato não impactaram - o free float e, conseqüentemente, não deveriam ser novamente computadas no cálculo do limite de 1/3 estabelecido na Instrução CVM nº 361/02.

Inobstante o acima exposto, conforme consignado no trecho do Memorando abaixo transcrito, a SRE considerou em duplicidade as 5.362.928 ações ordinárias adquiridas e posteriormente alienadas pela Vale quando do cálculo do referido limite:

“4.25. Com base no quadro acionário encaminhado pela Companhia com data base de 17/11/2006 (fls. 239 e 240), verifica-se que, **em 06/11/2006**, houve a assinatura de um novo acordo de acionistas da Usiminas, o qual marcou a **entrada, no grupo de controle, da então chamada Companhia Vale do Rio Doce (“Vale”)**.

4.26. Por meio desse novo acordo, **a Vale**, que já era acionista da Companhia antes de 06/11/2006, detendo 25.810.728 ações ordinárias de sua emissão, as quais, até então, compunham o free float da referida espécie, **passou a fazer parte do**

grupo de controle da Usiminas, vinculando ao referido acordo 6.608.608 ações ordinárias do total que detinha, montante que deve ser contabilizado na variável ARC, por representarem ações retiradas de circulação, sem que tivessem sido por meio de aquisições realizadas pelo acionista controlador ou pessoas vinculadas (caso em que deveriam ser contabilizadas em AQ).

4.27. Ademais, além das 6.608.608 ações ordinárias integrantes do grupo de controle da Companhia, imediatamente após a assinatura do referido acordo, conforme se verifica da leitura da cláusula 2.1 e do Anexo I do acordo em tela (fls. 105 e 130, respectivamente), mantendo o restante (13.839.192 ações ordinárias) fora do acordo em questão.

(...)

4.29. A despeito de as 5.362.928 ações alienadas pela Vale imediatamente após ter aderido ao bloco de controle da Usiminas não serem mais consideradas formalmente como ações em circulação nos termos dos dispositivos acima, a aquisição de tais ações, por parte de acionistas controladores da Companhia, deve, em nosso entendimento, ser contabilizada como aquisição de ações em circulação por parte do controlador, ou seja, deve ser contabilizada pela variável AQ. (destacamos)

Como é possível verificar, a própria SRE reconhece que as ações ordinárias alienadas pela Vale dentro do grupo de controle não constituíam mais ações em circulação desde a data em que a Vale se tornou signatária do Acordo de Acionistas. Todavia, sob a simples alegação de que as operações realizadas pela Vale (compra e venda) ocorreram em datas próximas e já estavam previstas no Acordo de Acionistas, ao arrepio da lei e do entendimento dessa d. CVM, considerou que tais ações deveriam ser excluídas novamente do free float de ações ordinárias, compondo a variável AQ da fórmula L(1/3).

4.30. O entendimento em questão deve-se ao fato de ambas as etapas descritas anteriormente (a adesão da Vale ao acordo e a alienação das 5.362.928 ações ordinárias) terem se dado de forma imediata e em ato vinculado, ou seja, o acordo de acionistas em questão já previa a alienação das 5.362.928 ações ordinárias) terem se dado de forma imediata e em ato vinculado, ou seja, o acordo de acionistas em questão já previa a alienação das 5.362.928 ações ordinárias e acionistas membros do grupo de controle da Companhia (“Nippon”, “Votorantim” e “Camargo”), conforme se verifica da leitura da cláusula 2.1 e do Anexo I do referido acordo (...).

Em sentido diverso ao acima explicitado pela SRE já se manifestou esse d. Colegiado, no Processo CVM nº RJ-2004-6333, no qual entendeu que as transações realizadas entre os acionistas do grupo de controle excluem-se do cálculo do limite a que se refere o artigo 37 da Instrução nº 361/02.

“Quanto ao quesito da não obrigatoriedade de OPA por

aumento de participação considero, igualmente, que os esclarecimentos prestados pelos Requerentes atendem a exigência de comprovação requerida pelo Colegiado em sua anterior decisão, dado que, de fato, as aquisições havidas intragrupo de controle excluem-se do cálculo a que se refere o art. 37 da Instrução 361/02".
(Grifamos)

Assim, tendo em vista que no entendimento da SRE, fundamentado nos cálculos por ela efetuados, o limite previsto na Instrução CVM 361/02 teria sido ultrapassado em 5.239.587 ações, ao realizarmos o estorno das 5.362.928 ações alienadas pela Vale, computadas equivocadamente no fator AQ, ainda restaria um saldo de 123.341 ações abaixo do L(1/3), não ensejando, portanto, a obrigatoriedade de realização da OPA pelo acionista de controle.

3. DA INAPLICABILIDADE DA OBRIGAÇÃO DE REALIZAÇÃO DA OPA À PREVIDÊNCIA USIMINAS

Ainda que o equívoco no cálculo do limite não seja reconhecido por esse colendo Colegiado, o que se admite apenas por amor ao debate, a obrigatoriedade de realização da OPA não se aplica à Previdência Usiminas.

A Lei 6.404/1976, em seu artigo 4º, § 6º, estabelece que o acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle, que elevem a sua participação em determinada classe de ações de forma a impedir a liquidez de mercado das ações remanescentes, nos limites fixados pela CVM, deve realizar uma oferta pública. A Instrução CVM nº 361/02, que regulamentou a matéria, estabeleceu o limite de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação.

Ainda nos termos da Instrução CVM 361/02, a definição de acionista controlador engloba os signatários de acordo de acionistas.

“Art. 3º. Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

[...]

IV – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos **ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto**, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.”
(destacamos)

Contudo, parece óbvio que a única interpretação do texto acima consistente com o restante do ordenamento jurídico, inclusive com a Constituição Federal (art. 5º, II), é que, ao impor ao acionista controlador

que adquirir ações além do limite estabelecido pela CVM a obrigação de realizar uma oferta pública, a norma se refere ao acionista controlador que optou ou que, de qualquer forma, em virtude do acordo de acionistas, por ação ou omissão, teve qualquer ingerência, direta ou indireta, na realização da transação.

Com efeito, não seria razoável imaginar que um acionista, pelo simples fato de integrar o grupo de controle de uma companhia, poderia ser obrigado a realizar uma oferta pública em razão da aquisição de ações por outro acionista, em relação a qual não possuía, em decorrência do acordo de acionistas firmado, qualquer conhecimento ou controle sobre sua concretização. Ou seja, o ônus da oferta pública apenas pode ser imposto ao acionista de controle que, nos termos específicos do acordo firmado, poderia evitar ou promover a realização da transação que ensejou a superação do limite fixado pela CVM.

No presente caso, a Previdência Usiminas tomou conhecimento da aquisição realizada pela Ternium no momento em que houve a sua divulgação através dos meios de comunicação, não tendo qualquer poder ou ingerência sobre a decisão da Ternium de adquirir novas ações. Uma simples leitura do Acordo de Acionistas da Usiminas, datado de 16 de janeiro de 2012, permite concluir que a Previdência Usiminas não tinha qualquer direito de veto, preferência ou coisa que o valha com relação à decisão da Ternium de comprar ou vender ações não vinculadas ao citado Acordo. A obrigação de promover a oferta pública apenas poderia ser oponível à Previdência Usiminas se pelo Acordo de Acionistas ela pudesse de qualquer forma evitar a compra das ações pela Ternium, o que não é o caso.

Assim, merece reforma a decisão para deixar explícito que a obrigação de realizar a oferta pública de ações apenas é aplicável ao acionista controlador que (i) efetivamente excedeu o limite regulamentar ou (ii) tinha qualquer direito com relação à decisão do primeiro no que toca à realização da operação.

4. DO EFEITO SUSPENSIVO DO PRESENTE RECURSO

Nos termos do item V da Deliberação CVM 463/2003:

V - O recurso será recebido no efeito devolutivo. Havendo justo receio de prejuízo de difícil ou incerta reparação decorrente da execução da decisão, o Superintendente poderá, de ofício ou a pedido, dar efeito suspensivo ao recurso. (destacamos)

No caso, o receio de prejuízo de difícil ou incerta reparação consubstancia-se no fato de que a determinação contida no Ofício, além de gerar custos à Previdência Usiminas, geraria expectativa nos demais acionistas quando da divulgação da oferta pública, sendo que eventuais aquisições realizadas nesse âmbito teriam que ser revertidas na confirmação do presente recurso por esse E. Colegiado.

Por estas razões, requer a Previdência Usiminas seja concedido efeito suspensivo ao presente recurso.

5. CONCLUSÃO

Em apertada síntese:

i - o limite previsto na Instrução CVM 361/02 não foi ultrapassado quando da aquisição, pela Ternium, das ações ordinárias em 30/10/2014, não ensejando, portanto, a obrigatoriedade de realização da oferta pública de ações; e

ii - na remota hipótese desse douto Colegiado entender ser obrigatória a realização da oferta pública, esta não pode ser aplicada à Previdência Usiminas, considerando que esta não tinha qualquer poder de decisão sobre a operação realizada entre a Ternium e a Previ.

Assim, requer a reforma integral da decisão recorrida, pelos fatos e fundamentos expostos acima."

IV. Nossas Considerações:

4.1. Inicialmente, destacamos, conforme adiantado acima (parágrafo 17), que os dois principais pontos a serem enfrentados neste Memorando são:

(i) a correta interpretação a ser dada às variáveis da "Formula L(1/3)": $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$, que calcula a quantidade de ações em circulação passível de ser adquirida pelo acionista controlador de uma companhia aberta ou pessoa vinculada sem que venha a ter o dever de realizar uma OPA por aumento de participação. Nesse ponto, o questionamento será quanto ao tratamento a ser dado para a contabilização das ações ordinárias de emissão de Usiminas, anteriormente de titularidade da Companhia Vale do Rio Doce ("Vale"), quando de sua adesão ao acordo de acionistas de 06/11/2006^[11] da Companhia, concomitantemente com a alienação de parte daquelas ações que detinha a outros controladores da Companhia à época; e

(ii) a quem cabe o dever de realizar a OPA por aumento de participação de Usiminas, caso o Colegiado da CVM ratifique o entendimento da SRE quanto à sua necessidade, no caso ora analisado em que a Companhia é controlada por um bloco composto por Ternium, Nippon e CEU, mediante Acordo de Acionistas (se exclusivamente à Ternium, por ter ultrapassado o limite de 1/3 de ações em circulação de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, quando da aquisição das ações ordinárias de emissão da Companhia, anteriormente detidas por Previ, ou se, de forma solidária, a todos os integrantes do bloco de controle, uma vez que o referido Acordo de Acionistas é silente sobre esse tema).

4.2. Partiremos nossa análise do Recurso Nippon, cujos pleitos foram apresentados nos seguintes termos:

"(i) as Recorrentes respeitosamente requerem a esta D. Superintendência que reforme a decisão do Ofício para esclarecer que somente o acionista controlador Ternium é que está obrigado a realizar a OPA, em razão de ter adquirido ações ordinárias em montante que ultrapassou o limite de 1/3; e

(ii) caso, dentro do prazo de 60 (sessenta) dias da data do Ofício, esta D. Superintendência (ou o Colegiado da CVM, se este Recurso for a ele submetido) não tenha ainda se manifestado sobre o pedido do item (i) acima, ou caso esta D. Superintendência (ou o Colegiado da CVM, se este Recurso for a ele submetido) decida não reformar sua decisão conforme o pedido do item (i) acima, as Recorrentes respeitosamente

requerem desde já também que este Recurso seja recebido com efeito suspensivo, desde o seu protocolamento, com relação aos acionistas controladores da Usiminas que fazem parte do Grupo NSC de acordo com o acordo de acionistas da Usiminas (o Grupo NSC é formado pelas Recorrentes, juntamente com Metal One Corporation e Mitsubishi Corporation do Brasil S.A.), e também com relação à CEU, a outra entidade do grupo de controle que não faz parte do grupo Ternium. Caso contrário, parece-nos indiscutível que a necessidade de as Recorrentes protocolarem perante a CVM (em de 60 (sessenta) dias da data do Ofício) toda a documentação pertinente ao pedido de registro da OPA exigida no Ofício poderá acarretar ônus desnecessário e prejuízo de difícil reparação às Recorrentes.”

4.3. Quanto ao pleito (ii) acima, cabe ressaltar que encaminhamos, em 05/05/2015, à Nippon e à Ternium, o Ofício nº 73/2015/CVM/SRE/GER-1, por meio do qual comunicamos: *“(i) que o Processo em epígrafe será encaminhado ao Colegiado desta CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03; e (ii) que o prazo de 60 dias para o protocolo da documentação pertinente ao pedido de registro da OPA por aumento de participação, definido no Ofício nº 61/2015/CVM/SRE/GER-1, encontra-se suspenso e somente voltará a fluir após a análise do mérito do referido recurso pelo Colegiado, caso este não decida diversamente.”*

4.4. Dessa forma, o pleito (ii) da recorrente Nippon já fora atendido por esta Superintendência, tendo sido deferido o efeito suspensivo solicitado.

4.5. No que tange ao pleito (i) acima, a Nippon defende que a obrigação de se realizar a OPA por aumento de participação da Companhia seja conferida única e exclusivamente à Ternium.

4.6. Sobre esse ponto, cabe ressaltar que a Decisão foi genérica ao esclarecer que cabe aos acionistas controladores de Usiminas, nos termos do § 6º do art. 4º da LSA e do art. 26 da Instrução CVM 361, a obrigação de realização da referida OPA.

4.7. Abaixo, destacamos os principais argumentos trazidos por Nippon em seu recurso, com vistas a subsidiar o pleito em questão:

a. *a obrigação de realizar a OPA “(...)deve ser imposta exclusivamente à Ternium, que efetivamente realizou a aquisição de ações em excesso ao limite e, portanto, deu causa à aplicação do dispositivo legal.”;*

b. *“(...)no direito brasileiro a solidariedade não se presume. Ela só resulta de disposição expressa da lei ou da vontade das partes, conforme reza o Art. 265 da Lei nº 10.406/02 (Código Civil).”;*

c. *“No presente caso, não há qualquer arranjo ou disposição contratual que preveja qualquer obrigação de os acionistas controladores da Usiminas se responsabilizarem, de maneira solidária, pela realização de qualquer oferta pública de aquisição de ações da Usiminas.”;*

d. *“(...)não há qualquer dispositivo legal que preveja, sequer indiretamente, tal solidariedade.”;*

e. *“Da leitura do §6º do Art. 4º da Lei das S.A. resta claro que não foi prevista qualquer solidariedade entre acionistas controladores no tocante à obrigação de realizar a oferta*

pública de que trata. Pelo contrário, a lei prefere utilizar o termo “acionista controlador” no singular, indicando que aquele, e somente aquele, que efetuar a aquisição que eleve sua participação ao percentual regulamentado é que deve sofrer o ônus de realizar a oferta pública.”;

f. *“(...)resta igualmente claro que o caput do Art. 26 da Instrução CVM 361/02 tampouco cria qualquer solidariedade entre acionistas controladores da companhia objeto, mas tão somente uma obrigação de realizar a OPA para aquele acionista controlador que adquirir ações que ultrapassem o limite de 1/3 ali previsto.”;*

g. *“(...)caso a companhia objeto possua mais de um acionista controlador (ou grupos de acionistas controladores), como se verifica na Usiminas, não pode o acionista controlador (ou os demais acionistas controladores) que se atenta ao (e observa o) limite imposto pela regulamentação e deixa de adquirir ações que possam fazê-lo ultrapassar tal limite, ter de se responsabilizar pela conduta de um outro acionista controlador que opte por deixar de observar o limite imposto pela regulamentação.”;*

h. *“Não se pode tampouco alegar que as Recorrentes, ou qualquer outra entidade do Grupo NSC, que não são pessoas vinculadas nem atuam em conjunto com o acionista controlador Ternium para os fins da Instrução CVM 361/02, teriam contribuído para uma desavisada aquisição, pela Ternium, de ações em excesso ao limite de 1/3. A Ternium anunciou sua aquisição de ações sem nenhuma consulta prévia ou aviso, escrito ou verbal, prévio para qualquer das Recorrentes ou outras entidades do Grupo NSC.”; e*

i. *“As Recorrentes concordam que seria permitido - e a linguagem utilizada por esta D. Superintendência na decisão contida no Ofício o confirma - aos demais membros do bloco de controle da Usiminas parcial ou totalmente satisfazer, se assim lhes aprovar(ss), em benefício da Ternium, a obrigação de realização da OPA, tendo em vista que a intenção primordial da norma é a proteção dos direitos dos acionistas minoritários que tiveram a liquidez de suas ações potencialmente impactadas pela aquisição além do limite de 1/3 realizada pela Ternium. Porém, trata-se de um direito dos demais acionistas controladores, mas nunca de uma obrigação, posto que não participaram da ou contribuíram com a aquisição que ultrapassou o limite de 1/3.”*

4.8. Primeiramente, cabe ressaltar que, apesar de o § 6º do art. 4º da LSA especificar que o “acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública” (grifo nosso), o termo “acionista controlador”, mesmo que usado no singular, da maneira como consta do referido dispositivo legal, não se refere necessariamente a um único acionista individual.

4.9. Independentemente de quem tenha realizado a aquisição de ações em circulação que resultou na obrigação prevista pelo § 6º do art. 4º da LSA e pelo

art. 26 da Instrução CVM 361, nos casos em que a Companhia objeto de eventual OPA por aumento de participação for controlada por acordo de acionistas, o grupo de pessoas vinculadas ao referido acordo é que será, conforme previsto no art. 116 da LSA, considerado como “acionista controlador”, nos seguintes termos:

“Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.” (grifo nosso)

4.10. Dessa forma, discordamos da alegação de Nippon de “que aquele, e somente aquele, que efetuar a aquisição que eleve sua participação ao percentual regulamentado é que deve sofrer o ônus de realizar a oferta pública”, conforme destacamos no parágrafo 4.6(e) acima.

4.11. Ou seja, nosso entendimento é de que a OPA por aumento de participação, quando devida, pode ser realizada por qualquer membro do bloco de controle, individual ou solidariamente, não se restringindo o cumprimento de tal obrigação ao acionista membro do bloco de controle que tenha efetivado individualmente a aquisição de ações em circulação que resultou na ultrapassagem do limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361.

4.12. Sobre essa possibilidade, destacamos, por exemplo, as situações em que: (i) haja dever de solidariedade dos membros do bloco de controle, em caso de OPA por aumento de participação, previsto em algum documento que reja a relação entre os mesmos (Estatuto Social da Companhia ou Acordo de Acionistas, por exemplo); ou (ii) haja solidariedade voluntária por parte de algum membro do bloco de controle em relação àquele que, individualmente, tenha adquirido ações em circulação de modo a ultrapassar o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361 .

4.13. Por esse motivo, quando de nossa Decisão, imputamos de maneira genérica, aos acionistas controladores da Companhia, a obrigação de se realizar OPA por aumento de participação, dando a eles a possibilidade de verificarem entre si a conveniência de se solidarizarem no ônus de realizar a OPA por aumento de participação de Usiminas.

4.14. Entretanto, dada a manifestação de Nippon e de CEU, como membros do bloco de controle de Usiminas, alegando não serem obrigadas, pela regulamentação aplicável, a se solidarizarem com a Ternium na assunção do referido ônus de realização da OPA em tela, ressaltando ainda não haver no Acordo de Acionistas da Companhia previsão de que haja tal solidarização, entendemos ser coerente que a obrigação de se realizar tal oferta seja atribuída única e exclusivamente à Ternium, agente do bloco de controle de Usiminas que, ao efetivar a aquisição das 51.390.000 ações ordinárias detidas à época por Previ, ultrapassou ativamente o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361.

4.15. Não obstante nosso entendimento manifestado no parágrafo anterior de que, não havendo solidariedade entre os membros do bloco de controle de Usiminas, cabe à Ternium o ônus da realização da OPA por aumento de participação da Companhia, não proporemos que a SRE reforme sua decisão, nos termos da Deliberação CVM 463, manifestando-se diretamente àquele agente do bloco de controle, determinando que efetive a referida oferta.

4.16. Como se verá ao final deste Memorando, nossa proposta será de que esse tema também seja submetido ao Colegiado da CVM, sem a reforma da Decisão, tendo em vista o seu ineditismo.

4.17. A partir deste ponto do Memorando, discorreremos sobre a correta aplicação da Fórmula L (1/3), utilizada para que chegássemos à conclusão de que a aquisição das 51.390.000 ações ordinárias de emissão de Usiminas, por parte de Ternium, anteriormente detidas por Previ, ultrapassou ativamente o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, ensejando a OPA por aumento de participação da Companhia, nos termos da Decisão da SRE, contestada pelos recorrentes Ternium e CEU.

4.18. Iniciaremos esse ponto, então, pelo Recurso Ternium, listando abaixo os pleitos constantes do mesmo, de modo a, posteriormente, analisarmos cada um deles, à luz dos argumentos que foram apresentados.

“(i) reconhecer a impossibilidade de se computarem as Ações Vale na variável AQ, uma vez que manifestamente não se trata de aquisições de ações em circulação e que tal entendimento contraria o posicionamento atual da própria CVM; e

(ii) reconhecer a impossibilidade de se computarem as Ações Vale na variável ARC, uma vez que a adesão ao acordo de acionistas não se insere nas hipóteses previstas na Fórmula e que qualquer nova interpretação da Fórmula somente poderia ser aplicada a casos futuros; ou

(iii) subsidiariamente, caso a CVM considere correto e imediatamente aplicável o entendimento de que a adesão ao acordo de acionistas deve ser considerado na variável ARC, reconhecer, então, que a totalidade das Ações Vale deve ser considerada na variável ARC, uma vez que todas elas foram retiradas de circulação em um mesmo ato: a adesão ao Acordo de 2006; ou ainda

(iv) caso os pedidos anteriores não venham a ser acatados, o que se cogita apenas para argumentar, confirmar o entendimento de que o prazo de 3 (três) meses previsto no art. 28 da Instrução CVM nº 361/02 somente terá início na data da intimação de eventual decisão definitiva que venha a reconhecer a incidência da obrigação de lançamento de uma OPA por aumento de participação.”

4.19. Antes de iniciarmos nossa análise sobre os pleitos (i) e (ii), cabe destacarmos que a Fórmula L (1/3) já foi referendada pelo Colegiado da CVM, no âmbito dos Processos CVM nº's RJ-2010-13241, RJ-2010-15144, RJ-2014-3723 e RJ-2014-4394, nos seguintes termos:

“Fórmula: $L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$, sendo:

L(1/3) - Limite de 1/3 previsto nos arts. 15, inciso I, e 26 da Instrução CVM 361;

AC00 - número de ações da classe ou espécie em circulação em

5/9/2000;

AAC – número adicional de ações da classe ou espécie em circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) aumentos de capital com subscrição de ações; (b) bonificações em ações; (c) alienação de ações pela própria companhia objeto em negociação com ações em tesouraria; e (d) conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3);

ARC – número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 5/9/2000, em decorrência de: (a) resgate, amortização ou reembolso; (b) aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento; e (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3) em ações de outra classe ou espécie;

AOPS – número de ações da classe ou espécie alienadas a partir de 5/9/2000 pelo controlador, por pessoa a ele vinculada, ou por outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias; e

AQ – número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/vinculado, desde 5/9/2000, por meio de OPA ou por outro meio que não uma OPA.”

4.20. Ademais, conforme já expusemos nos parágrafos 4.9 a 4.14 do Memorando nº 23/2015-CVM/SRE/GER-1 (fl. 127 do presente Processo), a despeito das situações específicas que constam da descrição de cada uma das variáveis da Fórmula L (1/3), conforme vimos acima, as mesmas têm por função contabilizar todas as alterações ocorridas no capital social de uma companhia aberta, desde 05/09/2000, ou seja, desde a definição do valor da variável AC00 (número de ações em circulação a ser tutelado no que tange ao enxugamento da liquidez).

4.21. Dessa forma, em resumo: (i) as variáveis AAC, ARC e AOPS têm por intuito contabilizar ajustes no número de ações em circulação que serve de base para o cálculo do limite de 1/3 a que se refere o *caput* do art. 26 da Instrução CVM 361 (AC00); e (ii) a variável AQ tem por intuito contabilizar o número de ações em circulação adquiridas pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou com pessoas a ele vinculadas, após a data de definição da variável AC00, ou seja, reduzindo diretamente o limite de 1/3 em questão.

4.22. Voltando aos pleitos constantes do Recurso Ternium, vemos que foi solicitado por meio do pleito (i) que nenhuma das ações detidas pela Companhia Vale do Rio Doce (“Vale”), quando de sua adesão, em 06/11/2006, ao acordo de acionistas de Usiminas, seja contabilizada pela variável AQ da Fórmula L (1/3).

4.23. Sobre esse ponto, cabe lembrar que, antes da assinatura do referido acordo, Vale já era acionista da Companhia, detendo 25.810.728 ações ordinárias de sua emissão, as quais, até então, compunham o *free float* da referida espécie.

4.24. Com a assinatura do acordo em questão, em 06/11/2006, Vale passou a fazer parte do grupo de controle de Usiminas, vinculando ao mesmo 6.608.608 ações ordinárias do total que detinha, montante que foi contabilizado na variável ARC, por representar ações retiradas de circulação, sem que tivessem sido por meio de aquisições realizadas pelo acionista controlador ou pessoas vinculadas (o que, se fosse o caso, deveriam ser contabilizadas em AQ).

4.25. Não obstante, além das 6.608.608 ações ordinárias que foram vinculadas ao acordo, Vale alienou 5.362.928 ações ordinárias a integrantes do grupo de controle da Companhia, em ato vinculado e imediatamente após a assinatura do

referido acordo, conforme se verifica da leitura da Cláusula 2.1 e do Anexo 1 do mesmo, ambos transcritos abaixo, mantendo o restante (13.839.192 ações ordinárias de emissão da Companhia) fora do acordo em questão.

“2.1 Os Acionistas concordam que imediatamente após a Data de Fechamento, as quantidades de Ações previstas no Anexo 1 serão transferidas, direta ou indiretamente, entre os cedentes e cessionários identificados no Anexo 1. Cada um dos Acionistas que também é uma parte do Acordo Original, neste ato, renuncia ao direito de preferência ou qualquer outro direito, nos termos do Acordo Original, que possa ter em relação às referidas Ações.”

”

Anexo 1

Transferência de Ações Imediatamente Após a Data de Fechamento

<u>Cedente</u>	<u>Cessionário</u>	<u>Número de Ações Transferidas</u>
Bradesplan Participações S.A.	Votorantim	1.575.779
Bradesplan Participações S.A.	Camargo	1.575.779
CVRD	Nippon	2.104.988
CVRD	Votorantim	1.628.970
CVRD	Camargo	1.628.970
CEU	Nippon	337.589
CEU	NSC	1.310.000
CEU	MC Development	51.206
CEU	Metal One	51.205
CEU	Votorantim	875.000
CEU	Camargo	875.000
Johannes Sleumer	NSC	607.211
Johannes Sleumer	MC Development	18.871
Johannes Sleumer	Metal One	18.872
Johannes Sleumer	Votorantim	322.477
Johannes Sleumer	Camargo	322.477
Carlos	MC Development	31.000
Carlos	Metal One	31.000

”

4.26. Conforme expusemos nos 4.29 a 4.31 do Memorando nº 23/2015-CVM/SRE/GER-1 (fls. 130 e 131 do presente Processo), a despeito de as 5.362.928 ações alienadas pela Vale, imediatamente após ter ingressado no bloco de controle da Usiminas, não serem mais consideradas formalmente como ações em circulação, nos termos do § 2º do art. 4º-A da LSA e do inciso III do art. 3º da Instrução CVM 361, a aquisição de tais ações, por parte de acionistas controladores da Companhia, foi por nós contabilizada como aquisição de ações em circulação pelo controlador, ou seja, foi contabilizada pela variável AQ.

4.27. Isso porque ambas as etapas descritas anteriormente (a adesão da Vale ao acordo e a alienação das 5.362.928 ações ordinárias) terem se dado de forma imediata e em ato vinculado, ou seja, o acordo de acionistas em questão já previa a alienação das 5.362.928 ações ordinárias a acionistas membros do grupo de controle da Companhia (“Nippon”, “Votorantim” e “Camargo”), conforme se verifica da leitura da cláusula 2.1 e do Anexo 1 do referido acordo, expostos acima, em que Vale foi identificada por CVRD.

4.28. Ademais, quanto às 13.839.192 ações ordinárias que permaneceram detidas

pela Vale, porém não vinculadas ao acordo de acionistas assinado em 06/11/2006, contabilizamos tal montante pela variável ARC, juntamente com as 6.608.608 ações vinculadas ao acordo de acionistas, pois, após a assinatura do referido acordo, tais ações não mais se enquadraram no conceito de ações em circulação, nos termos dos já mencionados dispositivos legal e normativo (§ 2º do art. 4º-A da LSA e do inciso III do art. 3º da Instrução CVM 361).

4.29. Adicionalmente, cabe reiterarmos o que já havíamos destacado nos parágrafos 4.36 a 4.38 e 4.57 a 4.58 do Memorando nº 23/2015-CVM/SRE/GER-1 (fls. 132 e 134 do presente Processo), a respeito de operações realizadas pela Vale com as ações de emissão da Companhia, após sua adesão ao acordo de acionistas em 06/11/2006:

(i) Em 07/05/2007, a Vale publicou o Anúncio de Encerramento da oferta pública de distribuição secundária de ações ordinárias de emissão de Usiminas de que era titular, por meio da qual alienou quase a totalidade das 13.839.192 ações que não estavam vinculadas ao acordo de acionistas da Companhia assinado em 06/11/2006, montante que foi contabilizado pela variável AOPS, por representar ações adicionadas em circulação por meio de oferta pública de distribuição secundária; e

(ii) Em 16/04/2009, a Vale alienou as 14.869.368 ações ordinárias de emissão de Usiminas de que ainda era titular (equivalente às 6.608.608 ações que foram vinculadas ao acordo de acionistas em 06/11/2006, após as duas bonificações de ações na proporção de uma nova ação para cada duas ações existentes, ocorridas em 27/11/2007 e 29/04/2008) aos demais membros do bloco de controle, os quais exerceram seus direitos de preferência, nos termos do referido acordo. Dessa forma, entendemos que tal alienação não alterou, naquele momento, o número de ações ordinárias em circulação, já que as mesmas já haviam sido retiradas do *free float*, quando a Vale passou a fazer parte do acordo de acionistas datado de 06/11/2006.

4.30. Até aqui, destacamos as razões que nos fizeram contabilizar as 5.362.928 ações de emissão da Companhia alienadas pela Vale, em 06/11/2006, aos membros do bloco de controle de Usiminas na variável AQ, bem como o tratamento dado às demais ações de emissão de Usiminas também detidas por Vale, posteriormente à sua adesão ao acordo de acionistas.

4.31. Apresentaremos, a seguir, os principais argumentos da recorrente Ternium, os quais subsidiam o pleito (i) de seu recurso:

“(...) diferentemente do que a pluralidade de tratamentos conferidos pela Decisão Recorrida faz parecer, as Ações Vale não foram retiradas de circulação em dois momentos diferentes, ou por meio de dois atos distintos. Pelo contrário, o ato de adesão e vinculação ao Acordo de 2006 foi único para todas as Ações Vale. E foi exatamente a adesão ao Acordo de 2006, e não as posteriores alienações intragrupo das Ações Vale, que impactaram o free float.

Sendo assim, por que então conferir diferentes tratamentos a elas exclusivamente em razão do período em que foram mantidas pela Vale antes de serem posteriormente alienadas a terceiros, quando já sequer eram consideradas ações em circulação?

Logicamente, a proximidade temporal e a previsão, no próprio Acordo de 2006 da alienação subsequente de parte das Ações Vale aos demais controladores não tornam a adesão ao Acordo

de 2006 e as posteriores transações intragrupo um ato único. Afinal, trata-se de negócios jurídicos com pressupostos e efeitos distintos, celebrados, inclusive, por partes diferentes e em momentos diversos.

(...) tanto a Lei das S.A. quanto a Instrução CVM nº 361/02 são bastante claras ao estabelecerem dois requisitos básicos para que uma operação seja capaz de gerar a obrigação de lançamento de OPA por aumento de participação: "(i) a realização de uma aquisição ou série de aquisições de ações pelo controlador; e (ii) a retirada de ações de circulação, reduzindo a liquidez do mercado".

(...)

Ao se analisarem, porém, as transações realizadas com as Ações Vale, vê-se que nenhuma delas apresenta ambos os requisitos cumulativamente. Afinal, se, por um lado, a adesão das Ações Vale ao Acordo de 2006 não pode ser equiparada às "aquisições" a que se refere a lei, por outro lado, as posteriores aquisições intragrupo das Ações Vale não geraram qualquer impacto no free float. Sendo assim, logicamente, nenhuma das transações intragrupo com as Ações Vale poderia ser consideradas no cálculo da variável AQ para fins da aplicação da Fórmula.

Portanto, ao considerar a adesão ao Acordo de 2006 e as alienações subsequentes como um só ato, a Decisão Recorrida constrói raciocínio equivocado, por meio do qual transfere indevidamente os efeitos exclusivos da adesão da Vale ao Acordo de Acionistas (leia-se: o impacto no free float) para as alienações intragrupo de suas 5.362.928 ações ocorridas subsequentemente – que em nada impactaram ou limitaram o free float –, de modo a cumprir artificialmente os requisitos legais para inclusão destas ações na variável AQ.

Na verdade, tem-se a impressão de que a Decisão Recorrida busca suprir o que talvez considere uma suposta lacuna regulatória.

Pois, sob a perspectiva da regulamentação vigente, é inegável que a vinculação de ações a um acordo de acionistas, com sua posterior alienação intragrupo, constitui uma operação legítima, não abrangida pelas regras que visam à proteção de liquidez.

Contudo, as tentativas de expansão da regulamentação vigente devem ser feitas pelo meio adequado, isto é, a edição de novas normas, e jamais aplicando-se entendimentos inéditos e contra legem a casos concretos objeto de processos administrativos.

Não há dúvidas – conforme já reiterado no âmbito deste processo – de que, caso se estivesse diante de alguma espécie de fraude ou simulação, caberia à CVM desconsiderar a forma adotada por eventual negócio jurídico simulado e empregar o regime jurídico aplicável ao negócio dissimulado.

Entretanto, como já restou comprovado, esse não é o caso do presente processo, uma vez que (i) a aquisição das ações da Vale pelos demais acionistas controladores, à época, não seria capaz de disparar uma OPA por aumento de participação; (ii) a Vale se manteve vinculada ao Acordo de 2006 até abril de 2009

(isto é, por quase dois anos e meio); e (iii) a Ternium sequer era parte do grupo de controle à época, somente tendo contratado a Aquisição Previ oito anos após a celebração do Acordo de 2006.

Diante disso, a desconsideração da forma e da sequência cronológica em que foram celebrados os referidos negócios jurídicos – como equivocadamente fez a Decisão Recorrida em relação às Ações Vale alienadas em sequência à celebração do Acordo de 2006 – mostra-se desprovida de qualquer fundamento legal.

(...)

Sendo certo, portanto, que não se trata de hipótese de fraude à lei ou simulação, não está a CVM autorizada a desconsiderar a ordem de negócios jurídicos legal e legitimamente celebrados e o regime jurídico a eles aplicáveis, para, sem maiores fundamentos, considerar uma aquisição de ações já vinculadas ao bloco de controle como se aquisição de ações em circulação fosse.

Ademais, não bastasse a clareza do dispositivo legal que exige a aquisição de ações em circulação para que se obrigue o acionista controlador a realizar uma OPA por aumento de participação, a tese adotada pela Decisão Recorrida mostra-se igualmente contrária ao próprio posicionamento atual da CVM, manifestado no Processo CVM nº RJ2004/6333, em que se reconheceu, de forma categórica, que “as aquisições havidas intra grupo de controle excluem-se do cálculo a que se refere o art. 37 da Instrução 361/02”.

Sendo assim, ainda que a lei permitisse a construção jurídica pretendida pela Decisão Recorrida – o que se cogita unicamente para argumentar, em respeito ao princípio da eventualidade –, sua aplicação somente seria possível em casos futuros, uma vez que o art. 2º, XIII, da Lei 9.784/99 veda expressamente a aplicação retroativa de nova interpretação.”

4.32. Da leitura do disposto acima, verifica-se que o argumento que subsidia o recurso da Ternium, no que se refere ao pleito (i), diz respeito à desconsideração, por parte desta área técnica, da ordem cronológica em que os negócios jurídicos realizados com as ações de titularidade de Vale aconteceram.

4.33. A esse respeito, a Ternium alega que, apesar de estar expressamente previsto no acordo de acionistas celebrado em 06/11/2006 o compromisso de imediata alienação das 5.362.928 de ações detidas por Vale, aos então controladores da Companhia, tal previsão não permitiria que a CVM tratasse a adesão ao referido acordo e a imediata alienação das ações como ato único.

4.34. Sobre esse ponto, esclarecemos o nosso entendimento de que a assinatura do acordo de acionistas pela Vale, em 06/11/2006, é o ato jurídico que marca tanto a vinculação das 6.608.608 ações ao referido acordo, conforme expusemos no parágrafo 4.24 acima, quanto a imediata alienação das outras 5.362.928 ações, que sequer foram vinculadas ao acordo em questão, aos então controladores da Companhia, conforme expusemos nos parágrafos 4.25 a 4.27 acima, sem que tivéssemos entrado no mérito de considerar as duas operações (adesão de Vale ao acordo e posterior alienação das ações aos controladores de Usiminas) como ato único ou não.

4.35. Dessa forma, mesmo que a transferência de titularidade das 5.362.928

ações detidas pela Vale para os demais controladores de Usiminas tenha se dado em momento posterior à assinatura do acordo de acionistas em questão, entendemos que o ato jurídico que dá base à alienação das 5.362.928 ações é a assinatura do referido acordo, dadas as previsões constantes da cláusula 2.1 e do Anexo 1 do mesmo.

4.36. Ainda que assim não fosse; ou seja, mesmo que a transferência das 5.362.928 ações de emissão de Usiminas, anteriormente detidas pela Vale, para os demais controladores da Companhia não estivesse prevista no acordo assinado em 06/11/2006, o imediatismo em que se deu transferência daquelas ações, após a assinatura do referido acordo, já seria motivo suficiente para que tal quantidade de ações fosse contabilizada na variável AQ, sem que com isso estivéssemos presumindo ou suspeitando de fraude à lei ou de simulação, para que o tema fosse tratado como tal, conforme possibilidade aventada por Ternium.

4.37. Sendo assim, ratificamos o nosso entendimento de que a alienação das 5.362.928 ações detidas pela Vale, aos demais controladores da Companhia, imediatamente após a assinatura do acordo de acionistas ocorrida em 06/11/2006 e em ato vinculado, deve continuar sendo contabilizada como aquisição de ações em circulação por parte do controlador, ou seja, pela variável AQ.

4.38. Ademais, faz-se necessário esclarecer que o entendimento desta área técnica, no que diz respeito à contabilização das 5.362.928 ações de emissão de Usiminas pela variável AQ, não se caracteriza como *“aplicação retroativa de nova interpretação”*, conforme alega a Ternium, argumentando já ter a CVM reconhecido, em decisão no âmbito do Processo CVM nº RJ-2004-6333, que *“as aquisições havidas intra grupo de controle excluem-se do cálculo a que se refere o art. 37 da Instrução 361/02”*.

4.39. Sobre esse ponto, trazemos nossas considerações já tratadas nos itens 4.130 e 4.131 do Memorando nº 23/2015-CVM/SRE/GER-1 (fls. 142 e 143 do presente Processo), nos seguintes termos:

“4.130. Cabe ressaltar que não consideramos no cálculo do limite de 1/3 da Fórmula quaisquer “aquisições havidas intra grupo de controle”, tanto que a venda das ações detidas pela Vale aos controladores de Usiminas em 16/04/2009, quando já fazia parte do acordo de acionistas da Companhia há 2 anos e 5 meses, não foi considerada por nenhuma das variáveis da Fórmula, conforme tratamos nos parágrafos 4.57 a 4.60.

*4.131. Reiteramos apenas nosso entendimento de que a alienação das ações detidas pela Vale, aos controladores de Usiminas, ocorrida em 17/11/2006 **[retificando, em 06/11/2006, conforme consta das notas de rodapé 1 e 11]**, na mesma data em que aderiu ao acordo de acionistas da Companhia, deve ser tratada como ato imediato e vinculado à assinatura do referido acordo, não se tratando, portanto, de uma comum aquisição “hvida intra grupo de controle”, nos termos do voto do ex-Diretor Eli Loria supramencionado.”*

4.40. Como se vê, ao contrário do que alega Ternium, de forma geral a situação em questão, qual seja, a adesão a acordo de acionistas, com alienação de participação acionária aos controladores de companhia aberta, de forma imediata e vinculada, consubstanciado pela assinatura do referido acordo, não se trata de uma simples aquisição intra grupo de controle, a qual poderia ser abrangida pelo entendimento acima exposto.

4.41. Pelo contrário, não há precedentes a respeito de situação similar à que se analisa no presente caso, não sendo possível, portanto, considerar o entendimento

defendido por esta área técnica como uma aplicação retroativa de nova interpretação.

4.42. Assim, após termos analisado o pleito (i) do Recurso Ternium, o qual, em nosso entendimento, deve ser indeferido, passaremos à análise do pleito (ii), por meio do qual foi solicitado que a CVM reconheça *“a impossibilidade de se computarem as Ações Vale na variável ARC, uma vez que a adesão ao acordo de acionistas não se insere nas hipóteses previstas na Fórmula e que qualquer nova interpretação da Fórmula somente poderia ser aplicada a casos futuros”*.

4.43. Sobre esse ponto, conforme expusemos nos parágrafos 4.24 e 4.28 acima, tanto as 6.608.608 ações que foram vinculadas ao acordo de acionistas em 06/11/2006, quanto as 13.839.192 ações que permaneceram detidas pela Vale, porém não vinculadas ao referido acordo, foram ações retiradas de circulação, dado que, após a assinatura do acordo em questão, tais ações não mais se enquadraram no conceito de ações em circulação, nos termos do § 2º do art. 4º-A da LSA e do inciso III do art. 3º da Instrução CVM 361, ambos transcritos abaixo:

LSA:

“Art. 4º-A, § 2º Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria.”

Instrução CVM 361:

“Art. 3º, III - ações em circulação: todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria;”

4.44. Dessa forma, tais montantes de ações foram contabilizados pela variável ARC da Fórmula L (1/3), que tem por intuito contabilizar as ações que foram retiradas de circulação após a data de definição de AC00, exceto por meio de aquisições realizadas pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada.

4.45. Em seu recurso, a Ternium traz os seguintes argumentos para subsidiar o pleito (ii):

“(...)a Fórmula é absolutamente clara ao determinar as exatas hipóteses de ações retiradas de circulação que devem ser inseridas na variável ARC, nas quais, como se vê, não se inclui a adesão ao acordo de acionistas:

*“ARC - número de ações da classe ou espécie retiradas de circulação a partir de 5/9/2000, **em decorrência de:** (a) resgate, amortização ou reembolso, (b) aquisição de ações pela própria companhia objeto para manutenção em tesouraria ou cancelamento, e (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o L(1/3) em ações de outra classe ou espécie”.*

(...) a Fórmula não tem a pretensão de englobar toda e qualquer variação no número de ações em circulação de uma companhia. Afinal, caso assim quisesse, bastaria que se comparasse o número de ações em circulação de em 5.09.2000 com o número atual de ações em circulação para se chegar ao número de ações que ainda estariam disponíveis à aquisição dos acionistas controladores.

(...) ainda que a adesão ao acordo de acionistas gere impactos no free float, certo é que a Fórmula decidiu por não contemplá-la em sua variável ARC. Sendo assim, a Decisão Recorrida vai de encontro aos próprios precedentes da CVM, ampliando de forma bastante relevante o alcance da variável ARC e, conseqüentemente, da obrigação prevista no art. 4º, §6º da Lei das S.A.

(...) cumpre lembrar que a elaboração da Fórmula tem como principal objetivo dar segurança jurídica aos participantes do mercado, de modo a garantir uma previsibilidade das hipóteses de incidência da obrigação de lançamento de uma OPA por aumento de participação. Todavia, o que faz a Decisão Recorrida ao sustentar a modificação da variável ARC - desconsiderando por completo o conceito expressamente estabelecido na própria Fórmula - é exatamente o contrário.

(...) ainda que se venha a entender que a adesão a acordos de acionista deveria passar a ser computada na variável ARC - o que se admite apenas para argumentar e, frise-se, nunca se fez até a presente data -, não há dúvidas de que restaria caracterizada nova interpretação de norma administrativa, cuja aplicação retroativa é vedada pelo art. 2º, XIII da Lei 9.784/99."

4.46. Conforme se percebe da leitura dos argumentos apresentados por Ternium acima, o principal motivo para a não contabilização das ações detidas por Vale na variável ARC, quando de sua adesão ao acordo de acionistas da Companhia em 06/11/2006, refere-se ao fato de que a adesão de acionistas minoritários ao bloco de controle não é situação expressamente prevista na descrição de nenhuma das variáveis constantes da Fórmula L (1/3).

4.47. Sobre esse ponto, cabe destacar a decisão do Colegiado da CVM, datada de 18/05/2014, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2014-3723, o qual tratou de recurso contra a decisão desta SRE, que entendeu ser necessária a realização de OPA por aumento de participação do Banco Sofisa S.A. ("Sofisa").

4.48. Um dos pleitos apresentados por meio daquele recurso do caso Sofisa referia-se à impossibilidade de se computar na Fórmula L (1/3) as ações que foram adquiridas pelos administradores do Sofisa, exatamente pelo fato desse tipo de transação não estar expressamente previsto na descrição da Fórmula L (1/3).

4.49. Não obstante, em sua decisão, o Colegiado da CVM acompanhou o entendimento desta SRE, que optou pela *"inclusão das ações recompradas pela própria Companhia e aquelas detidas pelos seus administradores* (naquele caso, referindo-se às aquisições realizadas pelos administradores de Sofisa) *no cálculo do limite das ações em circulação que podem ser adquiridas pelo acionista controlador sem a necessidade de que seja disparada OPA por aumento de participação"*.

4.50. No caso do Banco Sofisa S.A., as ações adquiridas pelos administradores entraram no cômputo da Fórmula L (1/3), pela variável ARC, a despeito de tal operação não constar da descrição da Fórmula originalmente, por termos considerado que seu efeito se comparava ao das aquisições feitas pela própria companhia, qual seja, a diminuição da quantidade de ações em circulação, sem que fosse por aquisição realizada pelo acionista controlador ou por pessoa vinculada, como acontece no presente caso quanto às ações de emissão de Usiminas que deixaram de ser consideradas "em circulação", pelo fato de Vale (titular de tais ações) ter aderido ao acordo de acionistas datado de 06/11/2006.

4.51. Referindo-nos ainda ao caso Sofisa, os recorrentes à época também

argumentavam que a contabilização das ações adquiridas pelos administradores na variável ARC seria um procedimento inédito até então e que, por isso, não poderia ser considerado naquele caso, sob a alegação de que seria a aplicação retroativa de um novo entendimento.

4.52. Cabe destacar que a consideração das ações adquiridas pelos administradores do Banco Sofisa S.A. na variável ARC da Fórmula L (1/3), naquele caso, decorreu de entendimento de que tal Fórmula, desde que fora criada e aprovada pela decisão do Colegiado da CVM, em 19/04/2011, no âmbito do Processo CVM nº 2010-13241 (caso de Suzano Holding S.A.), *“seria adequada inclusive para nortear a postura da área em casos futuros de mesma natureza”*, nos termos daquela decisão.

4.53. Não obstante, sua aplicação deveria observar cada caso concreto, com suas particularidades específicas que eventualmente não foram contempladas originalmente, conforme se depreende das seguintes palavras da manifestação de voto do então Diretor Otávio Yazbek, relator do caso Suzano Holding S.A. à época:

“8. Acompanho a posição ao cabo esposada pela SRE, reiterando que a metodologia por ela apresentada no memorando de 11.4.2011 parece-me adequada inclusive para nortear a postura da área em casos futuros de mesma natureza. Considero, porém, necessário aprofundar a análise dos fundamentos daquela metodologia, de modo a demonstrar que ela, de fato, é consistente com a regulamentação em vigor.”

4.54. Desse modo, a exemplo do que foi visto no caso Sofisa, ratificamos nosso entendimento de que a descrição das variáveis da Fórmula L (1/3) não limita sua aplicação às situações explicitamente ali previstas, devendo a mesma ser aplicada de modo a contabilizar todas as modificações ocorridas no capital social de uma companhia aberta, desde a data da definição do valor da variável AC00, no presente caso, 05/09/2000.

4.55. De outra forma (ou seja, não contabilizando na variável ARC da Fórmula L (1/3) as aquisições realizadas pelos administradores, no caso Sofisa, ou o ingresso de acionista minoritário no bloco de controle, como no presente caso), estar-se-ia criando lacunas que favoreceriam o impedimento de liquidez por conta de situações não previstas pelas variáveis da Fórmula L (1/3), quando de sua elaboração e aprovação.

4.56. Logo, de volta ao caso concreto, reiteramos a necessidade de contabilizar as ações ordinárias de emissão de Usiminas detidas por Vale que não foram imediatamente alienadas aos controladores, quando de sua adesão ao acordo de acionistas datado de 06/11/2006, na variável ARC, sem que tal procedimento seja caracterizado como *“nova interpretação de norma administrativa, cuja aplicação retroativa é vedada pelo art. 2º, XIII da Lei 9.784/99”*, conforme Ternium argumenta no seu pleito (ii) mencionado acima.

4.57. Sendo assim, concluímos que o pleito (ii), a exemplo do pleito (i), também deve ser indeferido, restando-nos apenas analisar a possibilidade de deferimento dos pleitos (iii) e (iv).

4.58. No que se refere ao pleito (iii), qual seja, *“reconhecer, então, que a totalidade das Ações Vale deve ser considerada na variável ARC, uma vez que todas elas foram retiradas de circulação em um mesmo ato: a adesão ao Acordo de 2006”*, não há muito o que ser comentado, dado o entendimento que manifestamos a respeito do pleito (i) nos parágrafos 4.32 a 4.37 acima, de que a alienação das 5.362.928 ações detidas pela Vale para os demais controladores da Companhia, quando da assinatura do acordo de acionistas, em 06/11/2006, deve

continuar sendo contabilizada como aquisição de ações em circulação por parte do controlador, ou seja, pela variável AQ.

4.59. Dessa forma, tendo em vista o entendimento que expusemos quanto aos pleitos (i) e (ii), de que parte das ações inicialmente detidas por Vale deve continuar sendo contabilizada pela variável AQ, enquanto a outra parte deve continuar sendo contabilizada pela variável ARC, o pleito (iii) perde seu objeto.

4.60. Quanto ao pleito (iv), qual seja, *“caso os pedidos anteriores não venham a ser acatados, o que se cogita apenas para argumentar, confirmar o entendimento de que o prazo de 3 (três) meses previsto no art. 28 da Instrução CVM nº 361/02 somente terá início na data da intimação de eventual decisão definitiva que venha a reconhecer a incidência da obrigação de lançamento de uma OPA por aumento de participação”*, destacamos o que preceitua o referido dispositivo:

“Art. 28. Caso se verifique qualquer das hipóteses do art. 26, ao acionista controlador será lícito solicitar à CVM autorização para não realizar a OPA por aumento de participação, desde que se comprometa a alienar o excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, a contar da ocorrência da aquisição.”

4.61. Nesse sentido, recepcionamos o pleito (iv) como uma solicitação de autorização para não realização da OPA por aumento de participação de Usiminas, mediante o compromisso de Ternium em alienar o seu excesso de participação na Companhia no prazo de 3 meses, a contar de sua ciência da decisão do Colegiado da CVM sobre o presente recurso, caso o Colegiado confirme a necessidade de realização da referida OPA por parte de Ternium, nos termos tratados pelo presente Memorando.

4.62. Sobre esse tema, então, não vemos óbice à concessão do pleito, no sentido de que, caso o Colegiado da CVM confirme o dever de Ternium realizar a OPA por aumento de participação de Usiminas, nos termos tratados pelo presente Memorando, a mesma (Ternium) fique autorizada a alienar o seu excesso de participação na Companhia no prazo de 3 meses, a contar da data da decisão do Colegiado da CVM sobre o tema.

4.63. Após termos nos manifestado a respeito dos recursos de Nippon e Ternium, analisaremos o recurso interposto por CEU, o qual conta, resumidamente, com os seguintes pleitos:

(i) que a CVM reconheça que o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361 não foi ultrapassado quando da aquisição, pela Ternium, em 30/10/2014, das 51.390.000 ações ordinárias de emissão da Companhia, à época de titularidade de Previ, não ensejando, portanto, a obrigatoriedade de realização de OPA por aumento de participação;

(ii) caso a CVM continue entendendo ser necessária a realização da referida OPA, que reconheça que a obrigação de realização da mesma não pode ser aplicada à CEU, considerando que esta não tinha qualquer poder de decisão sobre a operação realizada entre a Ternium e a Previ; e

(iii) que seja concedido o efeito suspensivo, de que trata o inciso V da Deliberação CVM 463, ao recurso.

4.64. Quanto ao pleito (i) acima, a CEU traz os seguintes argumentos para subsidiá-lo:

“A SRE, ao efetuar o cálculo do limite, explicitado no Memorando, considerou que as ações adquiridas pela então Companhia Vale do Rio Doce (“Vale”) e posteriormente alienadas a outros acionistas do grupo de controle teriam impactado em duplicidade o free float das ações ordinárias da

Usiminas. Todavia, não foi o que ocorreu.

Em 06 de novembro de 2006 a Vale assinou o Acordo de Acionistas da Usiminas (“Acordo de Acionistas”), passando a integrar o grupo de controle da companhia. Neste momento, as ações de titularidade da Vale vinculadas ao Acordo de Acionistas (6.608.608 ações ordinárias) deixaram de compor o free float da mencionada classe de ações. No mesmo ano, a Vale efetuou a venda de parte dessas ações (5.362.928) a outros acionistas integrantes do grupo de controle. No momento da venda das ações pela Vale, estas já não compunham o free float de ações ordinárias da Usiminas, tendo em vista que a venda ocorreu entre os próprios acionistas controladores. Logo, não poderiam impactar – como de fato não impactaram – o free float e, conseqüentemente, não deveriam ser novamente computadas no cálculo do limite de 1/3 estabelecido na Instrução CVM nº 361/02.

(...)

Em sentido diverso ao acima explicitado pela SRE já se manifestou esse d. Colegiado, no Processo CVM nº RJ-2004-6333, no qual entendeu que as transações realizadas entre os acionistas do grupo de controle excluem-se do cálculo do limite a que se refere o artigo 37 da Instrução nº 361/02.

(...)

Assim, tendo em vista que no entendimento da SRE, fundamentado nos cálculos por ela efetuados, o limite previsto na Instrução CVM 361/02 teria sido ultrapassado em 5.239.587 ações, ao realizarmos o estorno das 5.362.928 ações alienadas pela Vale, computadas equivocadamente no fator AQ, ainda restaria um saldo de 123.341 ações abaixo do L(1/3), não ensejando, portanto, a obrigatoriedade de realização da OPA pelo acionista de controle.” (grifos nossos)

4.65. Antes de mais nada, cabe esclarecermos que houve um erro de interpretação por parte de CEU, com relação às 5.362.928 ações alienadas por Vale, aos controladores de Usiminas, imediatamente após a adesão daquela companhia ao acordo de acionistas, em 06/11/2006.

4.66. Conforme se verifica da leitura do segundo parágrafo do trecho transcrito acima (com ênfase na parte por nós grifada), CEU entendeu que as referidas 5.362.928 ações eram parte das 6.608.608 ações ordinárias de emissão da Companhia, as quais foram, à época, vinculadas por Vale ao acordo de acionistas em questão.

4.67. O erro em questão resultou na conclusão a que chegou CEU, de que “as ações adquiridas pela então Companhia Vale do Rio Doce (“Vale”) e posteriormente alienadas a outros acionistas do grupo de controle teriam impactado em duplicidade o free float das ações ordinárias da Usiminas”.

4.68. Dessa forma, conforme já explicitamos no parágrafo 4.25 acima, “além das 6.608.608 ações ordinárias que foram vinculadas ao acordo, a Vale alienou 5.362.928 ações ordinárias a integrantes do grupo de controle da Companhia, imediatamente após a assinatura do referido acordo, conforme se verifica da leitura da cláusula 2.1 e do Anexo 1 do mesmo, ambos transcritos abaixo, mantendo o restante (13.839.192 ações ordinárias) fora do acordo em questão.”

4.69. Portanto, não há que se confundir as 6.608.608 ações ordinárias que foram

vinculadas ao acordo, com as 5.362.928 ações ordinárias que foram alienadas aos controladores da Companhia imediatamente após a assinatura do acordo em questão, as quais, quando somadas às 13.839.192 ações ordinárias de titularidade de Vale que foram mantidas fora do referido acordo, completam as 25.810.728 ações ordinárias de emissão de Usiminas, de que Vale era titular antes de aderir ao bloco de controle, em 06/11/2006, conforme expusemos no parágrafo 4.23 acima.

4.70. Superado esse ponto, CEU ainda alega que, por ter a CVM reconhecido, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2004-6333, que as transações realizadas entre os acionistas do grupo de controle excluem-se do cálculo do limite a que se refere o artigo 37 da Instrução CVM 361, as 5.362.928 ações ordinárias que foram alienadas por Vale, aos controladores da Companhia, imediatamente após a assinatura do acordo de acionistas, em 06/11/2006, não poderiam ter sido por nós computadas pela Fórmula L (1/3).

4.71. A esse respeito, reiteramos o nosso entendimento, manifestado nos parágrafos 4.38 a 4.41 acima, de que a situação em questão, qual seja, a adesão a acordo de acionistas, com alienação de participação acionária aos controladores de companhia aberta, de forma imediata e vinculada, consubstanciada pela assinatura do referido acordo, não se trata de uma simples aquisição intra grupo de controle, a qual poderia, se fosse o caso, ser abrangida pelo entendimento acima exposto.

4.72. Sendo assim, pelos motivos acima expostos, entendemos que o pleito (i) do recurso de CEU não deve prosperar, de modo que as 5.362.928 ações ordinárias que foram alienadas por Vale, aos controladores da Companhia, imediatamente após a assinatura do acordo de acionistas de Usiminas, em 06/11/2006, devem continuar a ser contabilizadas pela variável AQ.

4.73. No que se refere ao pleito (ii) do recurso de CEU, por meio do qual é solicitado que a CVM reconheça que o dever de realização da OPA por aumento de participação não pode ser atribuído à CEU, considerando que a mesma não tinha qualquer poder de decisão sobre a operação realizada entre a Ternium e a Previ, reiteramos o entendimento manifestado sobre o mesmo assunto nos parágrafos 4.5 a 4.16, por meio dos quais concluímos nos seguintes termos:

“4.11. Ou seja, nosso entendimento é de que a OPA por aumento de participação, quando devida, pode ser realizada por qualquer membro do bloco de controle, individual ou solidariamente, não se restringindo o cumprimento de tal obrigação ao acionista membro do bloco de controle que tenha efetivado individualmente a aquisição de ações em circulação que resultou na ultrapassagem do limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361.

4.12. Sobre essa possibilidade, destacamos, por exemplo, as situações em que: (i) haja dever de solidariedade dos membros do bloco de controle, em caso de OPA por aumento de participação, previsto em algum documento que reja a relação entre os mesmos (Estatuto Social da Companhia ou Acordo de Acionistas, por exemplo); ou (ii) haja solidariedade voluntária por parte de algum membro do bloco de controle em relação àquele que, individualmente, tenha adquirido ações em circulação de modo a ultrapassar o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361 .

4.13. Por esse motivo, quando de nossa Decisão, imputamos de maneira genérica, aos acionistas controladores da Companhia,

a obrigação de se realizar OPA por aumento de participação, dando a eles a possibilidade de verificarem entre si a conveniência de se solidarizarem no ônus de realizar a OPA por aumento de participação de Usiminas.

4.14. Entretanto, dada a manifestação de Nippon e de CEU, como membros do bloco de controle de Usiminas, alegando não serem obrigadas, pela regulamentação aplicável, a se solidarizarem com a Ternium na assunção do referido ônus de realização da OPA em tela, ressaltando ainda não haver no Acordo de Acionistas da Companhia previsão de que haja tal solidarização, entendemos ser coerente que a obrigação de se realizar tal oferta seja atribuída única e exclusivamente à Ternium, agente do bloco de controle de Usiminas que, ao efetivar a aquisição das 51.390.000 ações ordinárias detidas à época por Previ, ultrapassou ativamente o limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361.

4.15. Não obstante nosso entendimento manifestado no parágrafo anterior de que, não havendo solidariedade entre os membros do bloco de controle de Usiminas, cabe à Ternium o ônus da realização da OPA por aumento de participação da Companhia, não proporemos que a SRE reforme sua decisão, nos termos da Deliberação CVM 463, manifestando-se diretamente àquele agente do bloco de controle, determinando que efetive a referida oferta.

4.16 Como se verá ao final deste Memorando, nossa proposta será de que esse tema também seja submetido ao Colegiado da CVM, sem a reforma da Decisão, tendo em vista o seu ineditismo."

4.74. Já no que tange ao pleito (iii) do recurso de CEU, por intermédio do qual solicita que seja concedido o efeito suspensivo de que trata o inciso V da Deliberação CVM 463 ao recurso, esclarecemos que o mesmo já foi atendido, com base na manifestação constante do Ofício nº 87/2015/CVM/SRE/GER-1, conforme mencionamos no parágrafo 15 acima.

V. Conclusão:

5.1. Por todo o cima exposto, propomos a manutenção da decisão da SRE, quanto à necessidade de realização da OPA por aumento de participação de Usiminas, tratada no âmbito do Processo CVM nº RJ-2014-12089 e o encaminhamento do Processo CVM nº RJ-2015-3702 ao Superintendente Geral ("SGE"), com solicitação de que os recursos tratados no âmbito do mesmo sejam submetidos à apreciação do Colegiado da CVM, nos termos constantes deste Memorando, para escolha de relator, ressaltando nosso entendimento de que:

(i) a aquisição de 51.390.000 ações ordinárias em circulação de emissão de Usiminas, realizada em 30/10/2014 por Ternium, anteriormente de titularidade de Previ, ultrapassou ao limite de 1/3 de que trata o art. 26 da Instrução CVM 361, com base na Fórmula L (1/3), ensejando a necessidade de realização da OPA por aumento de participação da Companhia; e

(ii) cabe à Ternium o dever de realizar a OPA por aumento de participação da Companhia, tendo em vista a ausência de solidarização entre os demais membros (Nippon e CEU) do bloco de controle de

Usiminas, seja por força de contrato (Acordo de Acionistas ou Estatuto Social da Companhia, por exemplo) ou voluntária entre as partes.

[1] Retificação: a data correta do ingresso da Vale no acordo de acionista da Companhia de 2006 é 06/11/2006, e não 17/11/2006, como foi por nós citado no Memorando nº 23/2015-CVM/SRE/GER-1 (cópia às folhas 79 a 146). Não obstante, esclarecemos que a correção da referida data em nada altera a conclusão a que chegamos por meio daquele Memorando.

[2] Manifestamos nossa concordância especificamente com relação à decisão sobre necessidade do lançamento da OPA, mas, como dito à frente (parágrafo 16), ainda estamos analisando, e nos reservamos o direito de recorrer sobre, possíveis outros aspectos da decisão, incluindo fatores específicos da fórmula de cálculo (e.g. tratamento da ações da Vale).

[3] A Ternium foi notificada da Decisão Recorrida em 14 de abril de 2015 (fls. 425), razão pela qual é tempestivo o presente Recurso, protocolado no dia 29 de abril de 2015, dentro do prazo previsto no item I da Deliberação CVM nº 463/03.

[4] Das 13.839.192 ações ordinárias não vinculadas ao Acordo de 2006, 13.802.499 foram alienadas por meio de oferta pública de distribuição secundária realizada em 07.05.2007 e as outras 36.691 alienadas ao mercado por outros meios entre os dias 30.07.2007 e 27.08.2007.

[5] A Cláusula 2.1 e o Anexo 1 do Acordo de 2006 deixam claro que a alienação de ações detidas pela Vale ocorre “após a Data de Fechamento”, quando, portanto, a Vale já havia aderido ao bloco de controle:

<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=102495&funcao=visualizar&Site=C>.

[6] *“4.91. Em nossos cálculos, consideramos como ações em circulação apenas aquelas que foram alienadas pela Vale aos controladores imediatamente após a adesão da mesma ao acordo de acionistas de 17/11/2006, uma vez que a adesão ao referido acordo e a alienação das ações ocorreram por ato imediato e vinculado, não nos permitindo tratar a questão de forma diversa, conforme expusemos nos parágrafos 4.25 a 4.35 acima.*

4.92. Já com relação à segunda alienação de ações detidas pela Vale aos controladores de Usiminas, ocorrida em 16/04/2009, ou seja, 2 anos e 5 meses após a Vale ingressar no grupo de controle da Companhia, entendemos que a mesma não deve ser considerada como aquisição de ações em circulação, tendo em vista que tais ações já não compunham o free float desde 17/11/2006, motivo pelo qual discordamos de parte dos argumentos apresentados pelas Consulentes.

4.93. Porém, cabe ressaltar que todas as ações detidas pela Vale na data em que assinou o acordo de acionistas da Usiminas (17/11/2006) foram por nós contabilizados como ações retiradas de circulação, sendo parte contabilizada pela variável AQ (aquelas que foram imediatamente alienadas aos controladores da Companhia) e parte contabilizada pela variável ARC (todas as demais ações detidas pela Vale, independentemente de terem sido vinculadas ao acordo), uma vez que, a partir do momento em que a Vale passou a fazer parte do referido acordo, as ações por ela detidas passaram imediatamente a ser desconsideradas do cômputo das ações de emissão da Usiminas em circulação.”

[7] Neste ponto, destaquem-se: (i) o fato de Ternium e NSSMC terem optado por não computar as 13.839.192 ações da Vale que não haviam sido vinculadas ao Acordo de 2006 em nenhuma das variáveis (AAC, ARC ou AOPS) visto que se compensariam, enquanto a Decisão Recorrida preferiu considerá-las tanto no ARC

quanto no AAC e no AOPS, gerando o mesmo resultado nulo na Fórmula produzido pelo método adotado por Ternium e NSSMC; (ii) os pequenos ajustes realizados pela Decisão Recorrida em relação às variações no número de ações ordinárias detidas por administradores e pelos acionistas controladores da Companhia considerados nos cálculos de NSSMC e Ternium; e (iii) pequenas variações nos números adotados, em decorrência de a Decisão Recorrida ter utilizado os números fornecidos pela Companhia, não disponíveis quando dos primeiros cálculos elaborados por Ternium e NSSMC. Quanto a essas três pequenas divergências, a Ternium não se opõe aos números adotados pela Decisão Recorrida.

[8] “4.115. Primeiramente, cabe destacar que concordamos que há de se observar a ocorrência dos dois requisitos acima citados para que haja a obrigação de se realizar uma OPA por aumento de participação, quais sejam: ‘(i) a realização de uma aquisição ou série de aquisições de ações pelo controlador; e (ii) a retirada de ações de circulação, reduzindo a liquidez do mercado.’” (fls. 419).

[9] Conforme manifestação da SRE no Processo RJ2014/3723 – Banco Sofisa S.A. (MEMO/SRE/GER-1/Nº26/2014), acompanhada por decisão unânime do Colegiado da CVM em 20.05.2014: “Conforme visto, apesar de a ocorrência da aquisição ter acontecido há mais de 5 anos, em princípio não veríamos óbice à concessão da referida autorização para adoção de procedimento alternativo à realização da OPA por aumento participação, caso venha a ser pleiteada tempestivamente em protocolo específico, visto que não havia, até o posicionamento desta área técnica, a plena convicção da incidência de OPA por aumento de participação.”

[10] “I - Das decisões proferidas pelos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários - CVM caberá recurso para o Colegiado no prazo de 15 (quinze) dias, contados da sua ciência pelo interessado”.

[11] Retificação: a data correta do ingresso da Vale no acordo de acionista da Companhia de 2006 é 06/11/2006, e não 17/11/2006, como foi por nós citado no Memorando nº 23/2015-CVM/SRE/GER-1 (cópia às folhas 79 a 146). Não obstante, esclarecemos que a correção da referida data em nada altera a conclusão a que chegamos por meio daquele Memorando.

Atenciosamente,

por) (Assinado eletronicamente
(Assinado eletronicamente por)
RAUL DE CAMPOS
CORDEIRO RICARDO MAIA DA SILVA
Analista GER-
Gerente de Registros -
1
1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

Atenciosamente,

(Assinado eletronicamente por)
REGINALDO PEREIRA DE OLIVEIRA
Superintendente de Registros de Valores Mobiliários



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Analista**, em 15/06/2015, às 18:43, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Ricardo Maia da Silva, Gerente**, em 15/06/2015, às 20:11, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Reginaldo Pereira de Oliveira, Superintendente**, em 16/06/2015, às 12:07, 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, informando o código verificador **0029927** e o código CRC **141B2EC7**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0029927** and the "Código CRC" **141B2EC7**.*
