

Para: SGE

MEMO/SRE/GER-1/Nº 66/2007

De: SRE/GER-1

Data: 13/3/2007

Assunto: Recurso contra decisão da SRE - OPA da Arcelor Brasil S.A.

Processo CVM Nº RJ-2007-1996

Senhor Superintendente Geral,

Trata-se de análise de recurso apresentado pela Mittal Steel Company N.V. (“Recorrente”) em conjunto com a instituição intermediária da OPA de Arcelor Brasil S.A., Banco Santander Banespa S.A., contra decisão desta SRE, manifestada nos termos dos Ofícios de Reiteração de Exigências CVM/SRE/GER-1/Nº 270 e 273/2007.

A Mittal Steel requer o recebimento do recurso com efeito suspensivo, até que seja proferida uma decisão final sobre a matéria pelo Colegiado da CVM, tendo sido tal pedido de efeito suspensivo deferido por meio do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 423/2007, em 8/3/2007, nos termos da Deliberação CVM nº 463/03.

Para facilitar a compreensão dos pontos abordados e devido à extensão dos argumentos levantados, optamos por apresentar um sumário executivo e, na seqüência, relacionar as justificativas da Recorrente, em *itálico*, e nossas considerações logo em seguida.

I. SUMÁRIO EXECUTIVO

Em 27/1/2006, a Mittal Steel lança publicamente a oferta hostil para a aquisição de ações de Arcelor S.A. na Europa, tendo seu Conselho de Administração se manifestado contrário à proposta.

Em 25/6/2006, o Conselho de Administração se manifesta favoravelmente à oferta revisada da Mittal Steel.

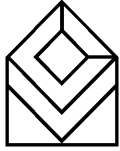
Em 1/8/2006, as áreas técnicas desta CVM (SRE e SEP) comunicam à Recorrente seu entendimento da necessidade de registro de oferta pública de aquisição de ações de emissão de Arcelor Brasil S.A., por força do disposto nos artigos 8º e 10 do Estatuto Social desta companhia.

A Mittal Steel recorreu da decisão e o Colegiado a manteve, fixando o entendimento da CVM no sentido da necessidade da realização da OPA da Arcelor Brasil S.A.

Em 26/10/2006, a Mittal Steel e o Banco Santander Banespa S.A. protocolaram o referido pedido de registro de OPA.

A SRE formulou exigências finais para o registro da OPA, contemplando os seguintes aspectos:

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



- (ii) o mencionado critério deve prevalecer tanto em OPA decorrente de alienação indireta de controle, prevista no Art. 254-A da Lei nº 6404/76, quanto em caso de tratamento igualitário decorrente de dispositivo estatutário; e
- (iii) tal critério aplica-se de forma geral às operações de alienação indireta de controle, a menos que, observado o princípio da boa-fé da ofertante e da instituição intermediária, haja, nos instrumentos contratuais ou na documentação referente ao negócio original que determinar a obrigação de realização da OPA no país, de forma cabal, o registro da utilização de critério ou metodologia diverso e verossímil, que fundamente o preço das ações na OPA.

Com base em tais argumentos, e tendo em vista a existência de liquidez tanto de Arcelor S.A. quanto de Arcelor Brasil S.A. e a ausência de elementos que comprovassem a utilização do critério de EBITDA, ou mesmo de qualquer outro critério formal de cálculo que tenha fundamentado o preço da OPA realizada na Europa, ou que servisse de base para a OPA a ser realizada no Brasil, exigimos a adoção do critério de cotação de mercado.

Em 27/2/2007, a ofertante recorre da decisão acima, quanto aos três pontos a seguir listados:

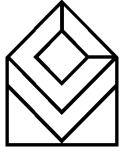
- (i) a metodologia de cálculo do preço a ser praticado na OPA da Arcelor Brasil S.A., alegando que nossa decisão foi proferida em exorbitância aos poderes delegados à CVM, sem qualquer racionalidade ou razoabilidade, inaugurando posicionamento inédito, em infração aos princípios constitucionais da legalidade, igualdade, segurança jurídica, motivação adequada e do devido processo legal;
- (ii) a manutenção da forma de determinação da parcela em dinheiro e da parcela em ações da Mittal Steel, tomando-se por base as cotações das ações na data do leilão da OPA de Arcelor Brasil S.A., ou na data do pedido de registro da OPA nesta Comissão, o que for maior;
- (iii) o tratamento proposto pela Recorrente no Edital da OPA da Arcelor Brasil S.A. aos acionistas localizados fora do Brasil, que somente poderiam escolher a opção de pagamento exclusivamente em dinheiro.

Adicionalmente, a Mittal Steel reitera que seja encaminhado ao Colegiado desta CVM o pedido de dispensa, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02, de apresentação de seu laudo de avaliação, devido por força do art. 8º, § 7º, da mesma Instrução.

A despeito das argumentações apresentadas, esta área técnica entende que agiu de acordo com as prerrogativas legais atribuídas a esta Autarquia, em obediência a todos os princípios constitucionais aplicáveis.

Em consequência, deliberamos manter a decisão recorrida quanto à metodologia da forma de cálculo do preço a ser ofertado na OPA, uma vez que: (i) não ficou comprovado que o critério de EBITDA proporcional foi aquele que fundamentou a oferta realizada na Europa; (ii) o documento acolhido como confidencial, além de não poder produzir efeitos sem sua tradução juramentada, apresenta conteúdo não-conclusivo quanto ao critério efetivamente utilizado na negociação; e (iii) fora afastado o benefício para a Recorrente da utilização do princípio da boa-fé, haja vista a tardia apresentação do documento confidencial.

Ademais, entendemos que, para assegurar o tratamento igualitário exigido na presente oferta, o pagamento deveria ser feito na mesma data, seja para os acionistas de Arcelor S.A., seja para os acionistas de Arcelor Brasil S.A. Assim, não se mostra razoável a proposta de pagamento tomando-se por base as cotações da data do leilão, evento futuro, ou da data do pedido de registro



da OPA nesta Comissão. Ambas propostas não guardam qualquer relação com o tratamento igualitário almejado.

Também mantemos nossa posição anterior de que, tratando-se de OPA obrigatória, não se admite limitação de adesão à oferta por critério de residência dos acionistas minoritários, a menos que haja oferta alternativa, apenas em dinheiro, que assegure, ao menos, o tratamento igualitário à OPA com permuta por ações, isto é, quantia em dinheiro que equivalha ao preço desta oferta realizada no Brasil na data de sua liquidação.

Finalmente, entendemos que somente seria razoável a dispensa da apresentação do laudo de avaliação de Mittal Steel, caso o preço das ações-objeto da presente oferta utilize como base de cálculo o critério de cotação do mercado, de modo a atender os objetivos tanto de uniformidade de critérios quanto de tratamento igualitário da OPA.

II. ALEGAÇÕES DA RECORRENTE E NOSSAS CONSIDERAÇÕES

A. METODOLOGIA DE CÁLCULO DO PREÇO A SER PRATICADO NA OPA DA ARCELOR BRASIL S.A.

1. PRINCÍPIO DA LEGALIDADE

A CVM, como toda e qualquer Agência Reguladora, está adstrita aos princípios informadores dos atos administrativos em geral, devendo basear sua atividade nas disposições legais, sendo-lhe vedada a criação de obrigações, para qualquer administrado, que não encontrem amparo na lei. Na verdade, ao contrário dos particulares, a Administração só pode praticar os atos que a lei autoriza. E ninguém é obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei.

Cabe lembrar que a legalidade, como princípio da administração (CF, art. 37, caput), significa que o administrador público está, em toda a sua atividade funcional, sujeito aos mandamentos da Lei e às exigências do bem comum, e deles não se pode afastar ou desviar, sob pena de praticar ato inválido e expor-se à responsabilidade disciplinar, civil e criminal, conforme o caso.

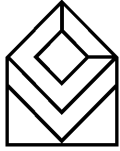
Não há dúvida, à vista do teor dos comunicados expedidos, que a SRE extrapolou os limites da competência que é atribuída à CVM, resultando em indevida interferência em atividade privativa da Recorrente, para determinar-lhe a prática de atos que não encontram qualquer base na lei e na regulamentação, como será comprovado adiante.

Trata a Recorrente do princípio da legalidade, previsto no art. 5º, inciso II, da Constituição da República, e consagrado no art. 37 como princípio constitucional administrativo.

Quanto à aplicabilidade de tal princípio, concordamos integralmente com o teor dos dois primeiros parágrafos da alegação da Recorrente, uma vez que é diretriz fundamental da conduta dos agentes da Administração.

Então, vale salientar que há duas funções estatais básicas: a de criar a lei (legislação) e a de executar a lei (administração e jurisdição). Esta última pressupõe a primeira, sendo legítima a atividade do administrador público se estiver condizente com o disposto na lei.

No entanto, cremos ter pecado a Recorrente, por não relacionar o princípio da legalidade ao princípio da finalidade da Administração Pública, segundo o qual o alvo a ser alcançado pela



Administração é somente o interesse público. Assim, “uma atividade e um fim supõem uma norma que estabeleça, entre ambos, o nexó necessário”¹.

Por óbvio que, como bem definiu Celso Antônio Bandeira de Mello², há, nos atos administrativos, o que se chama “liberdade legal”, podendo a Administração, em situações concretas, adotar a providência adequada, nunca, porém, com dispensa do fim previsto legalmente.

Desse modo, entendemos que a decisão proferida por esta SRE obedeceu a tais princípios inerentes e aplicáveis à Administração Pública.

2. PRINCÍPIO DA IGUALDADE

Certamente, nem a Lei nem o Estatuto da Arcelor Brasil subordinaram a fixação do preço a ser ofertado em OPA a qualquer metodologia ou critério de cálculo. Ao contrário, firmaram a regra de que o preço deve estar baseado nos valores recebidos pelo controlador a título de remuneração pela alienação das ações do bloco de controle.

Ora, a CVM está destituída de poderes para deixar de aprovar o instrumento de oferta pública de compra de ações com base no art. 254-A da LSA, desde que este atenda às regras impositivas da lei e da Instrução CVM nº 361/2002, como também não lhe cabe determinar ao administrado que adote metodologia de cálculo não prevista nas disposições normativas que estão sob a sua égide de atuação.

Se essa é a regra legal aplicável, mais forte ela se torna aqui, em que o próprio Colegiado chegou a reconhecer que este é uma nova hipótese de OPA, diversa das previstas na legislação brasileira, não se aplicando o 254-A da Lei 6.404/76.

Portanto, se já não teria a CVM competência para fixar o preço de uma OPA, fundada no art. 254-A, menos ainda teria de fixá-lo em uma OPA calculada em disposição estatutária, que, diga-se, em nenhum momento confere este poder à CVM. E nem seria juridicamente possível. Tanto assim é, que o art. 8º do Estatuto da Arcelor Brasil, em matéria de preço, impõe ao adquirente do controle a obrigação de declarar o preço da aquisição do controle da Arcelor à BOVESPA.

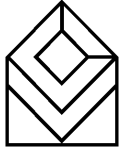
Diante de tais constatações, as disposições estatutárias da Arcelor Brasil, que remetem à regulamentação da CVM, devem ser interpretadas de modo restritivo, tendo em vista que a atuação da CVM, nas ofertas públicas em geral, é rigorosamente instrumental e informacional, sem exame de mérito nem intromissão na esfera privada. E, conseqüentemente, até o dever legal que a área técnica afirma possuir, com base no art. 254-A, de “verificar que as condições da OPA atendem aos requisitos legais” nem seria aplicável nessa hipótese específica, até porque, como a CVM já reconheceu expressamente, não há incidência do art. 254-A na espécie.

Nesse ponto, teceremos comentários quanto aos seguintes aspectos abordados pela Recorrente: (i) *nem a Lei nem o Estatuto da Arcelor Brasil subordinaram a fixação do preço a ser ofertado em OPA a qualquer metodologia ou critério de cálculo;* (ii) *as disposições estatutárias da Arcelor Brasil, que remetem à regulamentação da CVM, devem ser interpretadas de modo restritivo, ..., até porque, como a CVM já reconheceu expressamente, não há incidência do art. 254-A na espécie;* e (iii) *a CVM está destituída de poderes para deixar de aprovar o instrumento de oferta pública de compra de ações com base no art. 254-A da LSA, desde que este atenda às regras impositivas da lei e da Instrução CVM nº 361/2002.*

Mais uma vez, concordamos com a Recorrente de que nem a Lei nem a Instrução nem o Estatuto estabelecem critérios de cálculo de preço a ser ofertado aos demais acionistas da companhia

¹ CIRNE LIMA, Princípios de Direito Administrativo, p.21.

² RDA nº 172, p.18



objeto. Isto porque tem o adquirente do controle o dever jurídico de agir diligentemente e conseguir demonstrar justificadamente a forma de cálculo do preço devido em alienações indiretas de controle, já que a sua omissão acarreta prejuízo na esfera jurídica dos minoritários de Arcelor Brasil S.A. No caso em apreço, a Mittal ventilou tal preocupação quando da apresentação da oferta hostil em janeiro de 2006, mas a afastou quando da oferta revisada na Europa.

No que tange ao cálculo em alienações indiretas de controle, já afirmou Carlos Augusto Junqueira de Siqueira³, “o valor-base será sempre o preço praticado no negócio da alienação de controle, não se admitindo, por óbvio, seja qual for a metodologia adotada, que outro valor possa ser tomado como ponto de partida...”

E mais, em linha com a atuação desta SRE, completa que “a essência de nossas preocupações reside no fato de que o tratamento equitativo determinado por lei não pode ficar sujeito à discricionariedade excessiva por parte dos adquirentes do controle.”

No que tange à aplicação da regulamentação da CVM à oferta em tela, não identificamos por que deveria ser adotada interpretação restritiva da regulamentação da CVM, já que, de acordo com o disposto no art. 10 combinado com o art. 8º, § 2º, do Estatuto Social da Arcelor Brasil S.A., o prazo, a documentação e o procedimento da oferta deverão ser aqueles exigidos pela referida regulamentação aplicável a ofertas públicas por alienação de controle que estiver em vigor na data da referida alienação.

Assim nos manifestamos no âmbito do MEMO/SRE/GER-1/Nº 27/2007,

“com base no que dispõe o art. 254-A, *caput* e parágrafos, da Lei nº 6404/76, tem a CVM o dever de verificar que as condições da oferta pública de aquisição de ações (OPA) atendem aos requisitos legais e lhe compete estabelecer normas a serem observadas de modo a cumprir tal objetivo.

No que tange à alienação indireta de controle, estabeleceu, no art. 29, § 6º, da Instrução CVM nº 361/02, que o ofertante teria o ônus de demonstrar justificadamente a forma de cálculo do preço devido na OPA.”

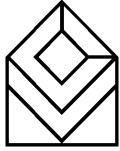
Ademais, a CVM, por meio da decisão do Colegiado de 25/9/2006, de fato se manifestou sobre a inaplicabilidade do art. 254-A da Lei nº 6404/76 ao presente caso, e assim o processo foi conduzido, ressaltando, no entanto, que não estamos diante de uma nova hipótese de OPA, mas apenas, nos termos da declaração de voto do Presidente Marcelo Trindade, trata-se da “mesma OPA, por fundamentos diversos”.

Quanto aos poderes conferidos à CVM para, frise-se, analisar e registrar a presente OPA, recorreremos, de novo, às palavras de Carlos Augusto⁴, “pelo dever de assegurar o tratamento igualitário previsto no art. 254 da lei original e, agora, pelo mesmo dever de garantir aos acionistas detentores de ações votantes o tratamento equitativo determinado pelo art. 254-A, a aprovação, pela CVM, da oferta decorrente da transferência do controle acionário requer cuidados especiais.”

No voto do Diretor-Relator Wladimir Castelo Branco referente à mesma decisão de 25/9/2006, ressalta-se que, de acordo com o previsto no art. 4º, inciso IV, alínea “b”, da Lei nº 6385/76, a

³ Carlos Augusto Junqueira de Siqueira, *Transferência do Controle Acionário: Interpretação e Valor*, Rio de Janeiro, FMF: 2004, p. 134-135

⁴ *Ibidem*, p. 372-382



CVM deve exercer suas atribuições com a finalidade de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores de mercado contra atos ilegais de administradores e controladores.

Assim, de forma unânime, entende a doutrina que o ato de registro da OPA é ato vinculado, não tendo a CVM qualquer parcela de discricionariedade para apreciar a conveniência ou oportunidade da alienação.

Não poderíamos deixar de concordar, enquanto tal posicionamento se refere ao negócio da transferência do controle em si, tanto é que, em nossas exigências, não consta qualquer determinação de alteração do valor de € 25.594 bilhões do negócio original.

Afirmou, ainda, Carlos Augusto que “a efetivação da proposta de compra das ações existentes em circulação, em bases eqüitativas, é condição de eficácia do negócio, significando que a correta extensão do que foi pactuado no negócio aos acionistas não-controladores, é condicionante de sua validade.”

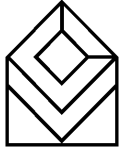
Se assim não o for, reduz-se ao imobilismo a atuação da Administração Pública, em face de operações sujeitas à sua aprovação, as quais são de extrema complexidade. Pretender esterilizar a atuação da CVM, afastando-a absolutamente de qualquer discussão sobre critérios ou preço, em operações em que estes componentes não emergem clara e pacificamente de contrato celebrado entre as partes, afastaria a Autarquia de suas obrigações legais.

Em suma, o posicionamento administrativo ora adotado por esta SRE – assim como aquele no sentido de que a Mittal Steel, como adquirente do poder de controle indireto da Arcelor Brasil, tinha o dever legal de cumprir a obrigação estatutariamente prevista de realização de OPA para os acionistas ordinários minoritários da Arcelor Brasil – encontra expresso respaldo legal, principalmente à vista do disposto no parágrafo único do art. 116 da Lei nº 6404/76 (dever legal e básico do controlador de respeito e atendimento leal aos direitos e interesses dos demais acionistas da sociedade, independentemente da sede da qual decorram).

É exatamente esse dispositivo da Lei das Sociedades Anônimas, juntamente com as disposições legais e regulamentares que estabelecem as atribuições da CVM em relação a situações da espécie, que atrai a competência que esta Autarquia vem exercendo no presente caso. A CVM, como entidade estatal criada para, entre outras importantes atribuições, proteger os titulares de valores mobiliários contra atos ilegais de acionistas controladores de companhias abertas (*ex vi* do art. 4º, IV, b, da Lei nº 6385/76), tem não só o poder, mas o dever legal de agir no sentido de buscar assegurar a fiel observância dos direitos de natureza geral ou especial dos acionistas minoritários, tal como, *in casu*, previstos na Lei de Sociedades por Ações (art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6404/76), na Lei nº 6385/76 e na regulamentação aplicável.

E como, neste momento, a CVM poderia continuar se desincumbindo desse mister legal em relação ao presente caso? Ora, como visto, o art. 4º, IV, b, da Lei nº 6385/76, estabelece o dever de esta Autarquia atuar na proteção dos titulares de valores mobiliários contra atos ilegais de acionistas controladores de companhias abertas. Justamente com fulcro nesse dispositivo específico e, portanto, visando assegurar a fiel observância dos direitos dos acionistas minoritários (parágrafo único do art. 116 da Lei nº 6404/76), a regra inserta no § 6º do art. 29 da Instrução CVM nº 361/02 prevê que o “ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido”.

E uma tal regra não foi prevista senão para permitir que esta Autarquia tivesse meios de verificar, em situações como a presente, se as condições da oferta atendem às regras estatutárias e, em consequência, ao próprio e básico art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6404/76.



Nesse ponto, apesar de a legislação acima citada ser, por si só, suficientemente hábil a atestar a legalidade da atuação administrativa desta área técnica, convém acrescentar que a doutrina administrativista moderna é uníssona ao constatar a impossibilidade de a lei estabelecer prévia e exaustivamente todos os atos que o administrador deveria praticar para proteger o interesse público.

Logo, impôs-se ao legislador que, na impraticabilidade de prever todas as situações que demandariam a atuação do Poder Público, concedesse à Administração certa liberdade para determinar o conteúdo dos seus próprios preceitos. As leis passaram então a ser mais gerais e menos determinadas.⁵

Seguindo esta mesma linha de raciocínio, vale fazer alusão às lúcidas palavras do professor J. J. Gomes Canotilho, que ensina:

“As leis continuam como elementos básicos da democracia política (...), mas deve reconhecer-se que elas se transformaram numa política pública cada vez mais difícil, tornando indispensável o afinamento de uma teoria geral da regulação jurídica. (...) **A idéia de que a lei é o único procedimento de regulação jurídico-social deve considerar-se ultrapassada** (A. Rhinow, N. Achterberg, U. Karpen, E. Baden). **A lei é, ao lado das decisões judiciais e das ‘decisões’ da administração, um dos instrumentos da regulação social**”.⁶

Portanto, é forçoso reconhecer que, tendo a lei estabelecido o dever da CVM de atuar na proteção dos acionistas minoritários (fim), não teria sentido que ela não pudesse adotar as medidas necessárias (meio) a esta proteção, mormente se se levar em consideração a extrema repercussão do assunto de que se trata no patrimônio jurídico dos acionistas minoritários da Arcelor Brasil S.A.

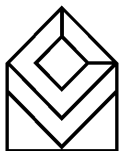
Como poderia esta Autarquia zelar pela exata observância dos direitos dos acionistas minoritários na espécie e, enfim, cumprir fielmente os seus mandatos legais, senão pela detida verificação da forma de cálculo adotada pelo ofertante? E se entendesse, como entendeu objetivamente esta SRE, que essa forma não é legalmente adequada ou, ao menos, não foi suficientemente justificada, nada poderia a CVM fazer? Como, então, poderia esta Autarquia cumprir plenamente com o dever de agir que lhe foi imposto por lei?

Simplesmente afirmar, sem qualquer base objetiva, que a decisão desta SRE foi “exarada em exorbitância aos poderes delegados à CVM” e que “as disposições estatutárias da Arcelor Brasil, que remetem à regulamentação da CVM, devem ser interpretadas de modo restritivo”, desconsiderando o dever legal desta Autarquia de proteger os direitos dos acionistas minoritários e o próprio dever legal (poder-dever) e básico de qualquer controlador previsto no art. 116, parágrafo único, da lei societária, é obrar em manifesto divórcio do preceituado na Lei nº 6385/76 e das próprias finalidades da existência desta CVM, órgão regulador e supervisor do mercado de capitais brasileiro.

Por fim, não é demais esclarecer que esta SRE não determinou o valor a ser pago no caso. Em realidade, esta área técnica, diante da flagrante inexistência de comprovação das justificativas apresentadas pela ofertante na forma da legislação aplicável, apenas manifestou o seu exigível e

⁵ Alexandre Santos de Aragão, *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico*, Rio de Janeiro, Forense: 2002, p. 401-402.

⁶ *Relatório sobre Programa, Conteúdo e Métodos de um Curso de Teoria da Legislação*, Separata do Vol. LXIII do Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, pp. 9 e 22-23.



legítimo entendimento quanto ao critério mais adequado para o cálculo do preço da OPA (cabe enfatizar, uma vez mais, que a CVM, sob qualquer pretexto, jamais pode se omitir em sua atuação na defesa dos interesses dos acionistas minoritários, ainda que tenha que atuar orientando procedimentos em hipóteses nas quais os próprios particulares poderiam fazê-lo e, no entanto, optaram livremente pela inércia).

Com efeito, tendo verificado que a forma de cálculo adotada no caso não encontrava suficiente respaldo fático, documental ou técnico, esta SRE, objetivando a mais efetiva proteção dos acionistas minoritários e, portanto, no estrito cumprimento dos seus deveres legais, apenas explicitou o critério que, no seu entender, atendia plenamente as regras estatutárias e, como corolário, o próprio art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6404/76, e disposições legais e regulamentares correlatas.

Portanto, é inquestionável a competência desta Autarquia para agir, nos termos da ação desta SRE ora questionada, em casos como o presente.

3. MOTIVAÇÃO ADEQUADA

Como o presente argumento é trazido em diversos pontos do recurso, fizemos uma compilação das alegações na presente seção, por questões didáticas.

Não obstante, sem qualquer respaldo na lei ou na regulamentação, a SRE estabeleceu uma metodologia inédita – diametralmente oposta ao entendimento reiteradamente adotado em casos semelhantes pela CVM.

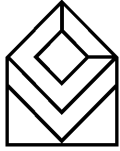
A decisão da SRE, objeto do presente recurso, é tanto mais descabida quando se nota que está desacompanhada de qualquer fundamentação quanto ao entendimento manifestado, especialmente quando determina:

“que o cálculo do preço da OPA Brasileira, para se assegurar o tratamento igualitário, deve considerar: os preços de fechamento das ações de Arcelor S.A. e Arcelor Brasil S.A. em seus principais mercados públicos, respectivamente, Euronext e Bolsa de Valores de São Paulo, no pregão de 23 de junho de 2006, véspera do anúncio da OPA Européia, para estabelecer, a preços de mercado, a parcela do preço da OPA Européia que correspondia, naquela data, às ações de emissão da Arcelor Brasil S.A. detidas pela Arcelor S.A., conforme a participação acionária informada pela Mittal no bojo do processo de registro da OPA.” (páginas 12 e 13 do Recurso)

A tese exposta pela SRE apenas se sustentaria caso o adquirente do controle fosse obrigado a sempre utilizar tal metodologia, quando da determinação do preço do controle e da conseqüente repercussão no preço a ser ofertado em OPA. Inexistindo tal exigência, a SRE, com a sua decisão, estará proporcionando, aos acionistas destinatários da OPA, tratamento desigual, adotando critério diferente daquele que o adquirente do controle utilizou para fixar o seu preço na operação na qual comprou as ações da Arcelor.

E, repita-se, mais do que a ausência de justificativa da tese defendida pela SRE, é patente a exorbitância da competência da CVM numa decisão que impõe certa metodologia a situações já reguladas de outra forma, quer seja no artigo 254-A da Lei nº 6.404/76, quer seja no Estatuto social da Arcelor Brasil. Não pode um ato administrativo da CVM modificar conceitos determinados em lei ou em contrato.

Ressalte-se que o legislador societário não atribui à CVM o poder de eleger a metodologia a ser adotada pelo ofertante, em nenhuma hipótese de oferta pública de aquisição de ações. Mesmo no caso de cancelamento de registro de companhia aberta, o § 4º do artigo 4º da Lei nº 6.404/76 prevê que a aquisição deve se dar por “preço justo”, apurado conforme certos critérios aceitos pela lei ou pela CVM.



Até em tal hipótese, no caso de disputas sobre o preço, caberá aos minoritários fazer prova de erro no cálculo do preço, devendo demonstrar “falha ou imprecisão no emprego da metodologia”. Ainda assim, não poderia a CVM determinar o preço, tal como fez a SRE na decisão recorrida. (páginas 14 e 15 do Recurso)

A decisão da SRE afirmou, sem qualquer esclarecimento:

“a ausência de elementos que comprovem a utilização do critério de EBITDA, conforme proposto pela Mittal, ou mesmo de qualquer outro critério formal de cálculo que tenha fundamentado o preço da oferta européia, ou que servisse de base para a presente OPA.”

Não há dúvida de que a decisão da SRE, no caso, carece de fundamentação adequada, porquanto não apontou as razões (isto é, os pressupostos de fato e de direito) em que se baseou para entender que os documentos apresentados pela Recorrente não comprovavam a metodologia de preço por ela utilizada.

Ora, a Administração Pública está obrigada a observar, nas decisões proferidas, a motivação adequada, calcada nas disposições legais que regem a sua competência específica, de modo a justificar as suas conclusões e determinações, estando adstrita, ainda, à razoabilidade na tomada de decisões. É o que preceitua a Constituição Federal e está expresso na Lei n.º 9.784/99, que “regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal”.

Mas não é só. A decisão recorrida também atenta contra os princípios da ampla defesa, do contraditório e do devido processo legal (CF, art. 5º, LIV e LV). Observe-se que a Mittal Steel cuidou de trazer ao processo administrativo substanciais elementos, através de relatórios pormenorizados de justificação do preço, abordando e demonstrando cabalmente que o EBITDA foi a metodologia utilizada para a determinação do preço na oferta de permuta e, por extensão, para a OPA Arcelor Brasil.

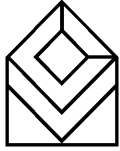
Assim, mesmo entendendo que não havia nos autos elementos suficientes a demonstrar que a metodologia apresentada foi a mesma utilizada na permuta de ações da Arcelor, a SRE deveria determinar as diligências necessárias para a apuração das informações prestadas pela Recorrente. (páginas 16 a 18 do Recurso)

Quanto à fundamentação da decisão da SRE, vale salientar o que consta de nosso Memorando nº 27/2007, o qual a Recorrente teve acesso, mas que, mesmo assim, alega desconhecer nossa motivação, mostrando que, ou não examinou a documentação com a devida cautela ou, se o fez, preferiu omitir conhecer o teor do referido relatório.

De acordo com o disposto no mencionado Memorando, nota-se que não havia comprovação das afirmações apresentadas pela Recorrente e pela instituição intermediária da OPA, mantidas na base das suposições, visto não haver documentos comprobatórios do uso do critério do EBITDA ou de qualquer outro critério formal no cálculo do valor proposto por ação de Arcelor S.A., quando da oferta liquidada em 1/8/2006.

Assim, verificamos o não-cumprimento do que dispõe o art. 29, § 6º, da Instrução 361, quanto à devida justificativa e, conseqüentemente, consistência, da demonstração do cálculo do preço da OPA; bem como da obrigação prevista no art. 7º, § 1º da Instrução 361, quanto à veracidade, qualidade e suficiência das informações prestadas pela ofertante; e do cumprimento do dever de cautela da instituição intermediária, de modo a assegurar que as informações supracitadas sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, conforme dispõe o art. 7º, § 2º, da mesma Instrução.

Nesse tocante, a título exemplificativo, trouxemos algumas considerações e princípios que norteiam a defesa do consumidor, sistematizada na Lei nº 8078/90 (CPDC).



O direito previsto no seu art. 6º, inciso VIII, do CPDC, trata da inversão do ônus da prova, a favor do consumidor, quando, a critério do juiz, for verossímil sua alegação, ou quando for ele hipossuficiente, segundo as regras ordinárias de experiência.

No caso em tela, dado que embora instada, a ofertante não conseguiu trazer elementos comprobatórios do critério usado na avaliação da Companhia⁷ e, além disso, diante da aparência de verdade (verossimilhança) das alegações apresentadas pelos acionistas minoritários quanto à adoção do critério de cotação de mercado, entendemos, que já estariam presentes os elementos para a formação da convicção do juiz quanto à inversão do ônus da prova, nos termos do art. 6º, inciso VIII, do citado e, bem como para a CVM, nos termos do art. 29, § 6º, da Instrução 361, uma vez que mostrar-se-ia mais verossímil o critério de avaliação apresentado pelos minoritários, ou seja, a metodologia com a maior probabilidade de atender aos requisitos legais pertinentes.

Apesar de se poder alegar que os minoritários não seriam analogamente hipossuficientes, dada sua capacidade financeira e conhecimento do funcionamento do mercado, todavia, para esta área técnica da CVM, era difícil aceitar o critério apresentado pela Ofertante, haja vista a ausência de provas de sua utilização.

Cumprido destacar que o Prospecto da Oferta de Permuta de 7/7/2006, documento crucial e balizador da oferta sobre Arcelor S.A., não contém qualquer referência ao critério principalmente adotado pela Ofertante, qual seja, a projeção do EBITDA, conforme sua argumentação.

Além disso, quanto à alegação de que a Mittal Steel não imaginava que pudesse ser compelida a formular uma OPA para a Arcelor Brasil, destaca-se o trecho da página S-10 do original Prospecto da Oferta de Permuta: *“Mittal Steel may be required to make a mandatory tender offer for minority interests in Arcelor’s listed Brazilian subsidiaries at a price determined by independent experts, which may be higher than expected”*.

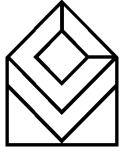
Assim, mostra a Mittal pleno conhecimento da legislação brasileira, já sinalizando a seus acionistas que o preço a ser pago poderia ser maior que o esperado. Erra apenas ao deixar a cargo de especialistas a determinação de tal preço *a posteriori*, uma vez que ele deve advir da própria negociação.

Ainda quanto ao critério, acredita a Mittal Steel que analistas consideram o EBITDA o melhor parâmetro para a análise de empresas de siderurgia. Talvez até seja verdadeira a afirmação, se consideradas condições constantes de mercado, ou seja, acompanhamentos de rotina de empresas de siderurgia. No entanto, conforme mostrado a seguir, ao se tratar de aquisição de companhia, em que adquirente e adquirida são companhias abertas cujas ações apresentam razoáveis índices de liquidez, não parece se sustentar a tese de que o melhor critério seja o EBITDA.

Com relação à Arcelor Brasil S.A., cujas ações compõem o principal índice bursátil brasileiro - o IBOVESPA, cabe registrar que a sociedade está listada no nível 1 de governança corporativa da Bovespa, segmento em que estão relacionados os compromissos de transparência que as empresas registradas nesse segmento assumem adicionalmente aos existentes na legislação atual.

Considerações de igual valor podem ser feitas à Arcelor S.A., em que suas ações fazem parte do

⁷ “A prova destina-se a formar a convicção do julgador, que pode estabelecer com o objeto do conhecimento uma relação de certeza ou dúvida. Diante das dificuldades próprias da reconstrução histórica, contenta-se o magistrado em alcançar não a verdade absoluta, mas a probabilidade máxima. (...) Cada parte deverá nortear sua atividade probatória de acordo com o interesse em oferecer as provas que embasam seu direito. Se não agir assim, assumirá o risco de sofrer a desvantagem de sua própria inércia, com a incidência das regras de experiência a favor do consumidor”. in “O ônus da prova no Código de Defesa do Consumidor”, Cecília Matos, USP, 1994.



principal índice de bolsa da França - o CAC 40, dado que o compromisso com a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa está previsto no Memorando de Entendimentos (“MOU”) celebrado entre o Sr. Lakshimi Mittal, a Sra. Usha Mittal, a Mittal Steel N.V. e a referida companhia em 25/6/2006.

Assim sendo, tendo em vista que, para Damodaran⁸, “se os mercados forem, de fato, eficientes⁹, o preço de mercado fornece a melhor estimativa de valor, e o processo de avaliação se torna o de justificar o preço de mercado”, o critério de cotação de mercado parece aplicar-se ao caso em tela, devido à qualidade das informações prestadas por ambas as companhias envolvidas.

Quanto à liquidez, ressalta-se que a CVM tem considerado, para efeitos do art. 137, inciso II, alínea (a), da Lei nº 6404/76, que as ações que compõem o Ibovespa são líquidas.

Quanto aos índices de negociação das ações de emissão de Arcelor Brasil S.A., a ação ARCE3 ocupa atualmente a 19ª posição da carteira teórica do Ibovespa, fato que comprova sua liquidez no mercado secundário.

As ações de emissão de Arcelor S.A., por sua vez, são negociadas nas bolsas de Nova Iorque, Amsterdã, Paris, Bruxelas, Luxemburgo, Barcelona, Bilbao, Madri e Valência e, a partir de 30/1/2007, estão sob o código MT, já refletido o processo de incorporação da Mittal Steel.

Além disso, vale registrar que a ofertante, justificando a desnecessidade de apresentação do seu laudo de avaliação, conforme requer o § 7º do art. 8º da Instrução, afirmou que a “*cotação de suas ações representa o parâmetro mais adequado a ser levado em consideração pelos acionistas minoritários da Arcelor Brasil ao decidirem aderir ou não à Oferta*”, dada a disponibilidade de “*informação de qualidade e confiável sobre a companhia*” e a elevada liquidez de suas ações.

Tal afirmação está em perfeita sintonia com a decisão desta área técnica e vai de encontro com toda a argumentação apresentada no Recurso.

Na visão de Carvalhosa e Eizirik¹⁰, para o cálculo do preço a ser pago aos minoritários quando da alienação indireta do controle acionário “deverá ser feita uma avaliação, por empresa especializada e independente, de todas as companhias envolvidas, assim como das atividades operacionais da controladora, de acordo com um mesmo critério: **valor de bolsa, se forem todas abertas, com razoáveis índices de liquidez**; valor de patrimônio líquido; perspectivas de rentabilidade, ou outro considerado mais adequado, tendo em vista o ramo das atividades das companhias” (grifo nosso).

Tal entendimento é corroborado por Ross *et al*¹¹, ao considerarem, na determinação da sinergia em aquisição de companhias, que seria razoável supor que o valor das companhias abertas envolvidas possa ser determinado a partir do preço de mercado de suas ações.

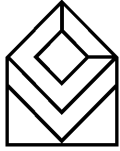
Ademais, por analogia, em benefício da tese do critério de valor de mercado, esta Autarquia, pronunciou-se, no âmbito do Parecer de Orientação CVM nº 5/79, acerca da viabilidade da

⁸ DAMODARAN, Aswath. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 1ª ed., 7ª reimp. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2005. pp. 183-184.

⁹ Ibidem, p. 184. “Um mercado eficiente é aquele em que o preço de mercado é uma estimativa não-tendenciosa do valor real do investimento. Ao contrário da visão popular, a eficiência de mercado não exige que o preço de mercado seja igual ao valor real a cada instante. Tudo que requer é que os erros no preço de mercado não sejam tendenciosos, ou seja, que os preços possam ser maiores ou menores do que o valor real desde que estes desvios sejam aleatórios”.

¹⁰ CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. A Nova Lei das S/A. Editora Saraiva, 2002, p.402.

¹¹ ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph e JAFFE, Jeffrey. Administração Financeira. Editora Atlas, 1995. p. 593.



utilização do critério de cotação de mercado para a fixação do preço de emissão de ações em aumento de capital por subscrição.

Em linhas gerais, a CVM considera que a cotação das ações no mercado, existentes a liquidez e a ampla disponibilidade de informações sobre a emissora, consiste em elemento fundamental para a exata aferição do patrimônio atual do acionista, representando o real valor econômico ou de troca da ação a que se refere a Exposição de Motivos do anteprojeto que se transformou na Lei nº 6.404/76.

Assim, corrobora a utilização do presente critério, o que se segue:

- (i) a ausência de documentos que comprovem a utilização do critério do EBITDA ou de qualquer outro critério formal no cálculo do valor proposto por ação de Arcelor S.A., bem como de boa parte dos ajustes efetuados no EBITDA proporcional de Arcelor Brasil S.A.;
- (ii) a comprovada liquidez das ações de emissão de Arcelor Brasil S.A. e Arcelor S.A.;
- (iii) o compromisso de ambas companhias com a qualidade das informações disponibilizadas ao público investidor, bem como a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa;
- (iv) a viabilidade da adoção do critério de valor de cotação de mercado como adequado parâmetro para a avaliação de empresas, segundo autores como Damodaran, Carvalhosa e Eizirik e Ross *et al*; e
- (v) a possibilidade de uso do critério mencionado para a fixação do preço de emissão de ações em aumento de capital por subscrição, no âmbito do PO CVM nº 5/79.”

4. DIVIDENDOS

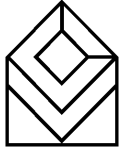
Também é destituída de qualquer fundamento a determinação de acrescer aos valores que forem encontrados, a preços de mercado, os valores correspondentes a dividendos distribuídos posteriormente, tanto na Arcelor, quanto na Arcelor Brasil.

Ora, uma vez fixado o preço de compra da ação para uma determinada data, este valor passa a ter a incidência de fatores de atualização monetária até o momento do efetivo pagamento. Considera-se que a ação foi vendida naquela data, e, portanto não mais faria jus a dividendos posteriormente distribuídos, sob pena de ocorrer um bis in idem, ensejando um enriquecimento sem causa dos destinatários da OPA Arcelor Brasil.

Nesse ponto, de modo a desfazer a confusão da Recorrente, cumpre ressaltar que estamos diante de uma oferta pública, cuja forma de pagamento será mista, nos termos do art. 6º da Instrução CVM nº 361/02, atendendo ao princípio da equidade com a oferta feita aos acionistas de Arcelor S.A.¹².

Tal princípio seria respeitado na medida em que a parcela em dinheiro venha a ser paga com a incidência de um fator de atualização, mas e quanto à parcela a ser paga em ações da Mittal? Se a Recorrente houvesse realizado a oferta a todos os acionistas envolvidos (Arcelor S.A. e Arcelor Brasil S.A.), num mesmo momento, em obediência à obrigação do tratamento igualitário, é

¹² “... a oferta pública deve ocorrer de acordo com as decisões já adotadas anteriormente pelo Colegiado em casos similares, isto é, com oferta nas mesmas condições previstas para o pagamento do controlador...” (trecho do voto do ex-Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, em reunião do Colegiado realizada em 5/10/2004, no âmbito Processo CVM nº RJ-2004-5601)



razoável supor que os acionistas da companhia aberta não mais o seriam e já haveriam recebido os dividendos de Mittal, na condição de seus acionistas. Da mesma forma, propusemos que fossem deduzidos do valor a ser pago os dividendos atribuídos aos acionistas da Arcelor Brasil S.A.

5. CONDUTA DA RECORRENTE

E mais. A decisão quanto ao preço a ser ofertado para a compra de controle de determinada companhia é de interesse, único e exclusivo, do comprador, que, estudando o mercado e outros fatores que considere importantes, fixa um valor para a realização do negócio. Tal valor, no entanto, não precisa corresponder exatamente ao valor que venha a ser considerado justo, mediante a aplicação de determinados critérios de avaliação, podendo, conforme o caso e as circunstâncias, ser maior ou menor.

Exatamente pelo fato de que a decisão quanto ao preço ofertado é de interesse, único e exclusivo, do comprador, não custa lembrar que é dele o dever jurídico de demonstrar justificadamente, diga-se, de maneira consistente, coerente e verossímil, a forma de cálculo do preço devido numa alienação indireta de controle envolvendo controlada aberta brasileira, não podendo a CVM permitir que o mercado fique adstrito à discricionariedade do adquirente do controle, que, conforme suas reiteradas manifestações ao longo desse processo, não esperava ter que realizar oferta aos minoritários de Arcelor Brasil S.A.

Nesse tocante, vale salientar que a adoção do princípio da boa-fé impõe limites, visto que se traduz no interesse social da segurança das relações jurídicas em que as partes devem agir com lealdade e confiança recíprocas. Em sentido amplo, a boa-fé é conceito essencialmente ético, definido na consciência de não prejudicar outrem em seus direitos.

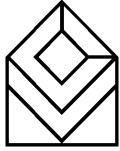
Tal princípio encontra-se positivado nos artigos 4º, inciso III e 51, inciso IV, do Código de Defesa do Consumidor e cria três deveres principais: lealdade, colaboração, que é basicamente, o dever de informação e o de não abusar. Ademais, ganhou status de cláusula geral, ou seja, princípio disposto no vigente Código Civil Brasileiro.

Logo, para beneficiar-se da boa-fé, deve-se agir com diligência e cautela, e sua verificação tem por parâmetro o cuidado que o homem comum tem no trato dos negócios, salvo no caso de especialista, em que se terá por parâmetro o comportamento comum dos especialistas.

A esse respeito, como poderia a Mittal Steel, em sua defesa, abordar o princípio da boa-fé, uma vez que apresenta afirmações evidentemente conflitantes nos expedientes encaminhados a esta Autarquia, conforme demonstrado no item 4 anterior, em claro desacordo com seu dever de veracidade disposto no § 1º do art. 7º da Instrução CVM nº 361/02?

Ademais, embora tenha afirmado taxativamente inexistirem quaisquer outros documentos que evidenciassem a veracidade de suas afirmações (fl. 659 do Processo CVM nº RJ-2006-8146), entrega documentação nova no âmbito do presente Recurso.

Para o caso concreto, não resta alternativa que não afastar o benefício para a Recorrente da utilização do princípio da boa-fé, pois, no âmbito da presente análise do pedido de registro da oferta, teve a Recorrente duas oportunidades para apresentar a justificativa detalhada do preço a ser pago na OPA, como era seu dever, e não o fez, afirmando expressamente que não havia mais documentos a serem apresentados a esta Comissão. No entanto, quando do ingresso do presente recurso, enviou documento admitido como confidencial, que “ajudará a esclarecer e corroborar os argumentos apresentados pela Mittal Steel”.



Cabe frisar ainda que, já na origem do presente Processo, a despeito dos “claríssimos e inequívocos termos do Estatuto”, nas palavras do Presidente desta CVM em sua declaração de voto no âmbito da decisão de 25/9/2006, houve flagrante descumprimento ao Estatuto Social da Arcelor Brasil S.A., uma vez que as áreas técnicas desta Autarquia tiveram que intervir, requisitando que fosse solicitado o pedido de registro de OPA, retardando o exercício dos óbvios direitos dos acionistas de Arcelor Brasil S.A.

Por fim, mantendo a estratégia de confundir e retardar a análise desta área técnica, a Recorrente enviou em 6/3/2007 outros documentos associados aos planos de negócios de Mittal Steel e Arcelor S.A., “*para facilitar o acesso desta Comissão às referidas informações*”.

Em outra passagem, a Recorrente desejou *consignar, ainda, que a sua conduta sempre foi cooperativa para com a CVM, sendo certo que a decisão recorrida a surpreendeu, na medida em que abortou os procedimentos que poderiam ter sido desenvolvidos, de debates e análises dos documentos e informações apresentadas, de modo a que a área técnica da CVM e os representantes da Recorrente, juntos, pudessem chegar a um consenso válido sobre a metodologia e os valores envolvidos na OPA Arcelor Brasil, que permitisse o alcance de uma solução justa e equitativa.*”

Em nenhum momento, nas duas oportunidades de se manifestar no processo, de acordo com o rito estabelecido na Instrução CVM nº 361/02, a Recorrente se afastou de sua intenção de formular a OPA a preços significativamente abaixo dos praticados em bolsa, levando-nos a formular diversas exigências, no sentido de verificar se o tratamento previsto em lei e no Estatuto Social de Arcelor Brasil S.A. poderia ser burlado.

Ademais, o consenso válido mencionado pela ofertante envolveria, necessariamente, a concordância e o amplo debate com os acionistas minoritários, público-alvo da OPA. Nessa linha, foi proferido o voto do Ministro Dias Trindade, no âmbito da Apelação nº 140.587, condenando hipótese em que, na visão do extinto Tribunal Federal de Recursos, os entendimentos sobre o preço da oferta teriam se processado exclusivamente entre a CVM, ré no referido processo judicial, e a Refripar, deles não havendo participado os autores da ação, acionistas minoritários da sociedade cujo controle fora adquirido.

Nesse ponto, vale ainda salientar a importância do papel da instituição intermediária em processos de oferta pública de aquisição de ações. Não obstante os dois Ofícios enviados ao Banco Santander, para que este, de modo efetivo, assumisse formalmente a sua responsabilidade prevista na Instrução CVM nº 361/02, mantém-se em posição passiva e sequer enviou o contrato de intermediação financeira devidamente firmado até a presente data.

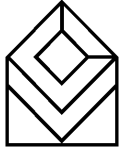
6. ANÁLISE DOS NOVOS DOCUMENTOS APRESENTADOS

6.1. Carta enviada em 2/6/2006 pelo Sr. Lakshmi Mittal ao Conselho de Administração da Arcelor S.A.

De início, há de se descartar a validade de tal documento como matéria de prova, tendo em vista terem sido apresentadas somente a versão em inglês e sua respectiva tradução livre.

Nesse ponto, ressalta-se o disposto no art. 13 da Constituição Federal: “A língua portuguesa é o idioma oficial da República Federativa do Brasil.”

Nessa linha, o Código Civil exige, em seu art. 224, que os documentos redigidos em língua estrangeira sejam traduzidos para o português para ter efeitos legais neste país.



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*



Para instrumentalizar tal exigência legal, o Código de Processo Civil salienta, em seus artigos 156 e 157, que, em todos os atos e termos do processo é obrigatório o uso do vernáculo, somente podendo ser juntado aos autos documento redigido em língua estrangeira, quando acompanhado de versão em vernáculo, firmada por tradutor juramentado.

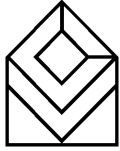
Já o art. 22, § 1º, da Lei nº 9784/99 traz que "os atos do processo devem ser produzidos por escrito, em vernáculo, com a data e o local de sua realização e a assinatura da autoridade responsável."

Por fim, afastando definitivamente a eficácia do novo documento apresentado, apresenta-se o art. 18 do Decreto nº 13609/43, que regulamenta o ofício de tradutor público: "Nenhum livro, documento ou papel de qualquer natureza que fôr exarado em idioma estrangeiro, produzirá efeito em repartições da União, dos Estados ou dos municípios, em qualquer instância, Juízo ou Tribunal ou entidades mantidas, fiscalizadas ou orientadas pelos poderes públicos, sem ser acompanhado da respectiva tradução feita na conformidade dêste regulamento".

Não obstante a ausência de tradução juramentada, não nos furtamos de comentar o conteúdo da referida correspondência.

A carta do Sr. Lakshmi Mittal, para o presente objetivo, não é conclusiva, não comprovando que o critério do EBITDA foi aquele utilizado na aquisição das ações de Arcelor S.A.

TRECHO CONFIDENCIAL



Assim, a incapacidade de o referido documento produzir efeitos sem sua devida tradução juramentada, associada à tardia apresentação, bem como à ausência de descrição objetiva no Prospecto da Oferta de Permuta, documento considerado crucial para a oferta na Europa, do critério efetivamente utilizado na negociação, e ao próprio teor não-conclusivo da carta ora analisada, leva-nos a manter nossa posição anterior quanto ao critério a ser utilizado na OPA.

6.2. Cartas firmadas pelo Morgan Stanley & Co. Limited, pelo Sr. Joseph Kinsch (Presidente do Conselho de Administração da Arcelor S.A.), pelo Sr. Gonzalo Pedro Urquijo Fernandez de Araoz, (Diretor Financeiro da Arcelor S.A. à época da oferta) e pelo Goldman Sachs International

Com relação aos demais documentos, também não foram apresentadas traduções juramentadas.

Além disso, esclarecemos que não foram considerados em nossa análise, uma vez que, tendo em vista a relação de subordinação entre os signatários e a Recorrente, entendemos que os mesmos podem não apresentar a independência necessária para se manifestar no presente recurso, ressaltando que dois deles são consultores financeiros contratados pela Recorrente e os outros dois são, respectivamente, Presidente do Conselho e ex-Diretor Financeiro de Arcelor S.A., hoje sob o controle da Recorrente.

Lembramos, por fim, que somente a ofertante deve assumir a falha na transparência do critério que balizou a negociação de aquisição de ações de emissão de Arcelor S.A., não devendo a CVM permitir que tal negligência recaia sobre os acionistas da Arcelor Brasil S.A.

7. MUDANÇA DE ORIENTAÇÃO DA CVM OU DECISÃO INÉDITA

Não bastasse a ausência de fundamentação adequada da decisão ora recorrida, a SRE, por outro lado, acabou por aplicar retroativamente uma nova interpretação normativa, o que, além de ferir o princípio constitucional da segurança jurídica contido no macroprincípio do Estado de Direito consagrado pelo art. 1º,¹³ viola o disposto no inciso XIII do parágrafo único do art. 2º da Lei 9.784/99, que dispõe:

“Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...) XIII: interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada a aplicação retroativa de nova interpretação.”

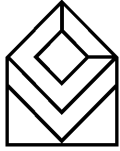
No âmbito do Superior Tribunal de Justiça a matéria também tem sido enfrentada, inclusive abordando o princípio da boa-fé da Administração Pública. Nesse contexto, destaque-se trecho do Acórdão prolatado no julgamento de Recurso Especial, relatado pelo Ministro RUY ROSADO AGUIAR:

“Sabe-se que o princípio da boa-fé deve ser atendido também pela administração pública, e até com mais razão por ela, e o seu comportamento nas relações com os cidadãos pode ser controlado pela teoria dos atos próprios, que não lhe permite voltar sobre os próprios passos depois de estabelecer relações em cuja seriedade os cidadãos confiaram”.¹⁴

A CVM sempre entendeu – e não poderia ser diferente – que o preço a ser ofertado é do negócio de alienação do controle, e não outro qualquer, sendo certo que não se exige a adoção de qualquer

¹³ Também já o disse o Supremo Tribunal Federal em diversas ocasiões, verbis: “Aplicação do princípio da segurança jurídica, enquanto subprincípio do Estado de Direito” ou ainda “Obrigatoriedade da observância do princípio da segurança jurídica enquanto subprincípio do Estado de Direito” (v., a respeito, MS nº 24.268-MG, Pleno, rel. para o Acórdão Min. GILMAR MENDES, DJ de 17.9.2004, p. 53; Ag.Reg no Ag. Reg. no Ag. Reg. no RE nº 348.364-1-RJ, rel. Min. EROS GRAU, DJ de 11.3.2005; MS nº 22.357, rel. Min. GILMAR MENDES, DJ de 5.11.2004, p. 6).

¹⁴ Recurso Especial nº141.879-SP, 4ª Turma, Relator Ministro RUY ROSADO AGUIAR, julg. unânime em 17 de março de 1998, publ. Lex STJ, vol. 111, p. 187 e segs.



CVM Comissão de Valores Mobiliários



metodologia, pelo adquirente do controle. **CARLOS AUGUSTO JUNQUEIRA DE SIQUEIRA**, ex Gerente de Operações Especiais da CVM, comentando as normas legais e regulamentares existentes sobre a matéria, afirmou:

“O preço-base de uma oferta pública formulada em decorrência do disposto no art. 254-A poderá ter, conforme mostramos em várias hipóteses apresentadas, diversos componentes, em consequência das condições verificadas no negócio de transferência do controle acionário.

A Instrução CVM nº 361/02, em seu art. 29, §6º, exige do ofertante a demonstração justificada do preço devido sem, no entanto, oferecer maior esclarecimento quanto à consideração de quaisquer outras vantagens auferidas pelo alienante do controle nesse demonstrativo (ao contrário da regulamentação aplicável ao antigo art. 254, consubstanciada na Resolução CMN nº 401/76 que, em seu item XIII, enunciava previsão a respeito).”¹⁵

Não cabe à CVM, portanto, questionar os valores envolvidos no negócio de alienação de controle. E este sempre foi o entendimento que prevaleceu na CVM, como se vê do pronunciamento da sua Procuradoria Jurídica, no exame de um instrumento de oferta pública obrigatória:

“O papel da CVM, nos termos da regulamentação, é o de verificar o cumprimento dos requisitos nela estabelecidos para que haja adequação do preço a se estender aos minoritários, nas condições oferecidas aos detentores do controle. O exame do mérito do preço ajustado não é objeto de competência da CVM; situa-se no âmbito da liberdade negocial das partes.”¹⁶

Como se vê, a decisão da SRE não só estabelece uma nova regra geral, mas, ainda, pretende dar-lhe efeito retroativo, para aplicá-la ao caso em tela.

Ora, a CVM já teve diversas oportunidades para tratar do assunto, orientando o mercado¹⁷. E não o fez, porque sempre entendeu que a fixação do preço cabe ao ofertante, que foi quem estabeleceu o preço total da operação realizada, tendo em vista a totalidade dos ativos adquiridos direta e indiretamente. Exigiu, apenas, em consonância com a sua competência e com a regulação instrumental e informacional da matéria, que o adquirente do controle apresente demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido, por força do art. 254-A, correspondente à alienação do controle da companhia objeto da OPA.

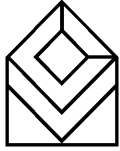
Cumpra salientar, ainda, que a inovação decisória da SRE traz danos irreparáveis à Recorrente, na medida em que, caso houvesse sido anteriormente divulgada a suposta “regra geral”, a Mittal Steel teria a chance de se preparar adequadamente e de elaborar os documentos pertinentes à tal metodologia escolhida ou determinada pela CVM.

Em conclusão ao exposto neste tópico, a determinação da SRE, objeto do presente recurso, excedeu os limites da competência da autarquia, na medida em que claramente impôs a observância, pela ora Recorrente, de regra não constante de qualquer texto legislativo, regulamentar, ou de dispositivo estatutário, fugindo ao entendimento que vem sendo reiteradamente adotado, há muito tempo, pela Agência Reguladora, em situações semelhantes. Ou seja, diante do valor oferecido pela adquirente do controle aos acionistas minoritários, a CVM sempre examinou a correspondência deste preço com o que foi efetivamente pago ao controlador. Não se tem notícia de nenhum outro caso em que a CVM tenha arbitrado o preço ou escolhido determinado critério para a sua fixação em OPA obrigatória. Muito

¹⁵ Ibidem, p. 504. O autor trabalhou na CVM de 1978 a 2000, tendo exercido, de 1984 a 2000, a função de gerente da Gerência de Operações Especiais (GEO).

¹⁶ PARECER/CVM/SJU/Nº 026 – 28.12.90; Referência: Oferta Pública de permuta de ações – Bombril S/A, p. 10.

¹⁷ Ao contrário, como se pode verificar da minuta de instrução submetida à audiência pública, que se converteu na Instrução CVM nº 361, a CVM, deixou claro que se aguardava “manifestações do mercado sobre a necessidade de ajustes no texto adotado, especialmente quanto: b) à necessidade de conceituar-se mais detalhadamente a alienação de controle, inclusive indireto, e a fixação do preço na hipótese de alienação indireta”.



menos para simplesmente acolher a metodologia escolhida pelos destinatários da oferta, em OPA determinada contratualmente.

Não há que se falar em aplicação retroativa de - suposta - nova interpretação. Inicialmente, verifica-se que, para fundamentar essa descabida alegação, a Recorrente não cita sequer um precedente desta Autarquia que tenha manifestado entendimento ao menos semelhante àquele que ela sustenta ser o correto.

Além disso, a citada manifestação da então Superintendência Jurídica também não tem o condão de corroborar a tese da Recorrente. A singela afirmação de que o “exame do mérito do preço ajustado não é objeto de competência da CVM” deve ser lida e interpretada em conjunto com o que restou afirmado na sentença imediatamente anterior, no sentido de que caberia à CVM verificar o cumprimento dos requisitos estabelecidos na lei “para que haja adequação do preço a se estender aos minoritários, nas condições oferecidas aos detentores do controle”. Assim, e em linha com a posição jurídica acima referida, esta SRE jamais se manifestou acerca do “mérito do preço ajustado”. Esta área técnica, repita-se, diante da ausência de documentos que comprovassem a “adequação do preço a se estender aos minoritários, nas condições oferecidas aos detentores do controle” (não restou comprovada a utilização do critério do EBITDA ou de qualquer outro critério formal no cálculo do valor proposto por ação de Arcelor S.A., bem como de boa parte dos ajustes efetuados no EBITDA proporcional de Arcelor Brasil S.A.), apenas manifestou o seu exigível e legítimo entendimento quanto ao critério mais adequado para o devido respeito aos direitos dos acionistas minoritários na espécie.

Ademais, se fosse utilizada a interpretação sugerida pela Recorrente para o inciso XIII do parágrafo único do art. 2º da Lei nº 9784/99, a Administração Pública jamais poderia alterar, ainda que, prospectivamente, o seu posicionamento (o que, aliás e *in casu*, sequer ocorreu).

Ora, como se sabe, de acordo com o princípio da segurança jurídica inserto no aludido dispositivo legal, as situações jurídicas alcançadas e consolidadas por uma determinada interpretação não comportam reanálise. Nesse sentido, a doutrina especializada considera que:

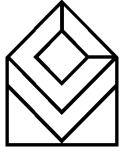
“Tal princípio impede que ocorra a injustificada desconstituição de atos ou situações jurídicas consolidadas, ainda que tenha havido alguma inconformidade com o texto jurídico-normativo durante a sua constituição, hipótese na qual se aplica a regra segundo a qual não há nulidade sem dano”.¹⁸

Logo, e se o presente caso ainda se encontra pendente de decisão final, não há que se falar em situação jurídica consolidada e, portanto, em vedação à aplicação retroativa de nova interpretação. Esta regra, insista-se, somente tem aplicação para impedir a Administração Pública de rever atos já praticados e modificá-los com base em novo entendimento, o que, decerto, não ocorreu no presente caso.

Dentre os princípios garantidores do Estado Democrático de Direito, que necessariamente impõem a conduta estatal, o princípio da segurança jurídica ocupa lugar de destaque como subprincípio da dignidade da pessoa humana e da secular necessidade de estabilidade nas relações sociais.

Com vistas à obediência desses princípios, atuou esta área técnica, uma vez que a decisão no presente caso põe em xeque a estabilidade das relações entre controladores e minoritários e a real aplicabilidade das normas escritas em leis e estatutos que regem a vida das companhias abertas no Brasil.

¹⁸ *Comentários à Lei Federal de Processo Administrativo*, coordenação Lúcia Valle Figueiredo, Belo Horizonte: Fórum, 2004, p. 23.



Já no que tange ao ineditismo do presente caso, deve-se registrar que, embora o caso em tela conjugue características inéditas, sendo a principal o fato de envolver duas companhias abertas, cujas ações apresentam considerável liquidez em bolsa e que apresentam elevado padrão de divulgação de informações, a forma de atuação da CVM no exercício de sua atividade reguladora e fiscalizadora mantém-se a mesma, ou seja, visa tutelar os interesses dos minoritários, de forma a evitar a constituição de meios para elidir a eficaz aplicação das normas jurídicas.

Conforme aconselham a doutrina e a filosofia de regulação, “vê-se a CVM na tríplice função de intérprete, tutor e executor da norma legal societária, mormente nas matérias em que o legislador lhe exige uma especial atuação. Enquanto intérprete, incumbe-lhe determinar o sentido exato e a extensão precisa da fórmula legal. O exercício exegético não deve, conseqüentemente, prescindir da apreensão da realidade econômica subjacente à edição do regramento jurídico. Tal diretriz está realçada no artigo 5º da Lei de Introdução ao Código Civil Brasileiro: “Art. 5º - Na aplicação da lei, o juiz atenderá aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum.””¹⁹

Dessa forma, “deve esta entidade do Governo, no desenvolvimento pleno da competência que lhe foi delegada, valer-se de todo o instrumental econômico e jurídico disponível, de forma a estar apta, à semelhança do que se espera do juiz, a promover a aplicação equânime da norma jurídica às situações concretas.”²⁰

Como exemplo da atuação desta Autarquia em operações passadas, citamos a OPA aos minoritários do Grupo Perdigão (Processo CVM nº RJ-1995-459), em que o então Diretor José Estevam sugeriu modelo de fixação de preço para a oferta de alienação indireta de controle, aplicável à Perdigão S.A. e controladas, tendo o Colegiado determinado que a SEP/GEO apresentasse aos interessados os preços da oferta pública com base no referido modelo.

Assim também a CVM o fez no caso da alienação do controle acionário de Casa Anglo Brasileira S.A., no âmbito do Processo CVM nº RJ-1996-4656, em que o Colegiado determinou a fixação do valor de um ativo pelo fluxo de caixa esperado trazido a valor presente, alterando, assim, o preço das ações-objeto da oferta.

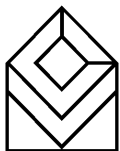
Também no caso da alienação de controle da Fras-le S.A. (Processo CVM nº RJ-2002-5160), basta transcrevermos o seguinte trecho do instrumento de oferta pública: “ O preço de compra foi determinado pela Comissão de Valores Mobiliários, consoante Ofício CVM/SRE/GER-1/Nº 690/2003, que considerou que o aporte de R\$ 11.006.806,74 (onze milhões, seis mil, oitocentos e seis reais e setenta e quatro centavos), referente a integralização das ações decorrentes do aumento de capital em Agrale S.A. (então controlada de PARTICIPALE) efetivamente integrou a operação de compra e venda do controle acionário da FRAS-LE.”

E mais, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2001-10997, de alienação do controle de Tupy S.A., esta Comissão determinou o valor de R\$ 10,49 por lote de mil ações a ser oferecido aos destinatários da oferta pública, para pagamento à vista e em dinheiro, bem como o pagamento de um prêmio em dinheiro, no valor de R\$ 2,05 por lote de mil ações, a quem era detentor de ações preferenciais de emissão da Companhia à época em que se realizou a operação de transferência de seu controle.

Nas duas ofertas citadas acima, Fras-le e Tupy, salienta-se que, apesar de se referirem a transações ocorridas na vigência do art. 254 da Lei nº 6404/76, as ofertas foram formuladas de

¹⁹ Texto extraído de parecer técnico da Superintendência Jurídica desta Autarquia, publicado na Revista da Comissão de Valores Mobiliários, 1983, nº 1, vol. 1, pp. 29-40.

²⁰ Ibidem Revista da Comissão de Valores Mobiliários, 1983, nº 1, vol. 1, pp. 29-40.



acordo com o rito previsto na Instrução CVM nº 361/02, já vigente quando da conclusão da análise das OPA em questão.

Há de se ressaltar, ainda, a existência do julgado proferido na Apelação no 140.587, referente à alienação do controle de Refrigeração do Paraná S.A., em que entendeu o extinto Tribunal Federal de Recursos no sentido da responsabilização da CVM por falta no dever de fiscalização, pois a aprovação de oferta de aquisição de ações, segundo o entendimento daquele Tribunal no caso concreto, teria se dado sem obediência ao princípio de tratamento igualitário, previsto no então vigente art. 254 da Lei nº 6404/76.

Sem pretender analisar nesta oportunidade e detidamente os contornos e as exatas conseqüências da decisão acima citada, é certo que deve a CVM analisar as operações de alienação de controle casuisticamente, devendo perquirir a realidade fática subjacente, conforme disposto no MEMO/GJ2/Nº 38/88, no âmbito da alienação do controle de MANASA Madeireira Nacional S.A.

Diante disso, não poderia a CVM ficar passiva diante da operação em tela, ao verificar a discrepância entre o preço de R\$ 32,84 ofertado pela Mittal por ação de Arcelor Brasil, quando, na véspera do anúncio do preço final da oferta européia, a ação já estava cotada a R\$ 35,64, sem que houvesse justificativa plausível (recuperação judicial, perda de mercado, etc.) para tanto, haja vista a sua responsabilidade de garantir o tratamento igualitário aos acionistas minoritários.

No que tange ao cálculo em alienações indiretas de controle, de fato, já citamos o entendimento de Carlos Augusto Junqueira de Siqueira²¹, trazido pela Recorrente, de que “o valor-base será sempre o preço praticado no negócio da alienação de controle, não se admitindo, por óbvio, seja qual for a metodologia adotada, que outro valor possa ser tomado como ponto de partida...”

Ressalta-se que o valor original da transação foi rigorosamente respeitado, qual seja, € 25.594 bilhões.

Por fim, a alegação de que a SRE acolheu metodologia escolhida pelos acionistas minoritários não é verdadeira, mostrando, mais uma vez, que a Recorrente opta por descontextualizar nossa fundamentação apresentada no Memo nº 27/2007.

A SRE abordou as metodologias apresentadas pela Recorrente e pelos minoritários, quando, a título exemplificativo, fez um paralelo com os princípios da verossimilhança e do ônus da prova, difundidos no Código de Proteção e Defesa do Consumidor.

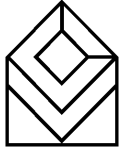
Cumpramos alertar que os destinatários da oferta pretendiam que o cálculo fosse feito a partir da cotação de mercado em 26/1/2006, como é de conhecimento da Recorrente, já que foi concedida vista e reprodução dos processos relativos às reclamações dos minoritários e, aplicando-se o prêmio a partir de então, chegar-se-ia ao preço da OPA de Arcelor Brasil S.A.

Analisamos também a referida argumentação, mas concluímos que o cálculo do preço da OPA deveria partir dos dados de cotação de mercado em 23/6/2006, véspera do anúncio do preço final da oferta européia.

8. PROPOSTA DE CÁLCULO DA MITTAL

O preço da OPA Arcelor Brasil deve ser necessariamente resultante do valor que a Mittal Steel atribuiu à Arcelor Brasil na oferta de permuta realizada no exterior, que tinha como alvo as ações da Arcelor S.A. (“Oferta de Permuta” e “Arcelor”). Desse modo, o preço da OPA Arcelor Brasil não guarda, nem pode guardar, nenhuma relação com outros métodos de avaliação que poderiam servir de parâmetro em

²¹ Ibidem, p. 134-135



outros tipos de ofertas, tais como aquelas realizadas para o cancelamento de registro de companhia aberta.

No presente caso, a única metodologia de avaliação a ser levada em conta é a metodologia que a própria Mittal Steel considerou quando formulou a Oferta de Permuta, como, aliás, dispõe a Instrução CVM nº 361, no seu art. 29, ao tratar das ofertas públicas consequentes à alienação do controle de companhias abertas.

Assim, anteriormente ao Ofício da SRE, ora impugnado, a obrigação imposta à Mittal Steel, no que se referia ao preço da OPA Arcelor Brasil, era a de elaborar uma demonstração do preço pago indiretamente pelas ações da Arcelor Brasil. E o único método a seguir, diante da lei e do estatuto da companhia, deveria partir do preço pago pela Mittal Steel pelas ações da Arcelor no âmbito da Oferta de Permuta, considerando a avaliação da Arcelor Brasil no âmbito desta operação, feita pela própria Recorrente.

Só desse modo a Mittal Steel poderá conferir aos acionistas da Arcelor Brasil tratamento igualitário àquele conferido aos acionistas da Arcelor na Oferta de Permuta. Tal tratamento – repita-se – será assegurado somente se o preço pago pelas ações da Arcelor Brasil for fixado a partir do valor atribuído ao controle desta companhia nessa operação, conforme previsto no Artigo 10 do estatuto da Arcelor Brasil. Qualquer outro procedimento resultaria em fixação arbitrária de preço por considerar outros elementos que não aqueles trazidos pelo estatuto social da Arcelor Brasil.

Para cumprir as normas regulamentares da CVM, bem como observar o artigo 10 do estatuto social da Arcelor Brasil, a Mittal Steel apresentou a Justificativa do Preço, detalhando a forma pela qual a Arcelor Brasil foi avaliada no contexto da Oferta de Permuta, com base na contribuição do EBITDA proporcional. Essa Justificativa, mais adiante explicitada, sequer foi examinada pela SRE, que, na sua decisão, apenas desconsiderou o critério apresentado pela Recorrente, sem qualquer fundamento, o que, com a devida vênia, não poderia fazer. A SRE optou por determinar a utilização do preço de mercado das ações, imposto como se esta fosse a regra legalmente aplicável – o que, como se viu, não encontra guarida em nenhum dispositivo legal, regulamentar ou estatutário.

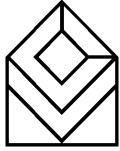
Considerando que o EBITDA foi o principal método de determinação de valor considerada pela Mittal Steel na oportunidade em que formulou a Oferta de Permuta, a única metodologia objetiva e consistente para apurar o valor atribuído à Arcelor Brasil é o EBITDA proporcional e, de modo a garantir para os acionistas da Arcelor Brasil o mesmo tratamento (tratamento igualitário) que foi conferido aos acionistas da Arcelor. O preço da OPA Arcelor Brasil só pode ser determinado a partir da avaliação da Arcelor Brasil considerando o EBITDA proporcional.

A decisão recorrida partiu simplesmente do pressuposto de que o critério utilizado pela Recorrente não seria verossímil, sem discutir as suas bases e os seus fundamentos.

Cumprido ressaltar a falha na linha de raciocínio da Recorrente, pois a premissa utilizada não permite chegar à conclusão apresentada. Parte-se da premissa de que o EBITDA foi o principal método, o que revela a utilização de mais de um método, não permitindo, portanto, concluir que seria a única metodologia para atribuir valor à Arcelor Brasil S.A.

Quanto à decisão recorrida, o que deveria a CVM fazer diante da inconsistência e da falta de verossimilhança no cálculo proposto pela Recorrente, que, diga-se, já teve oportunidades suficientes para apresentar documentos que provassem sua tese? Não nos parece razoável que devamos tão-somente aceitar a forma proposta, sob a alegação de que “a decisão quanto ao preço a ser ofertado para a compra de controle de determinada companhia é de interesse, único e exclusivo, do comprador”, ficando satisfeita a Recorrente.

Mais uma vez, mostra-se forçoso concluir que, apesar de a Recorrente ter obtido acesso ao Memo nº 27/2007, alega desconhecer nossa análise, atestando que, ou não examinou a documentação com a devida cautela ou, se o fez, preferiu omitir conhecer o teor do referido relatório.



Para tanto, segue transcrição do referido trecho:

“Critério de Avaliação das Companhias pelo Valor de EBITDA Proporcional

Contudo, tendo em vista a afirmação da instituição intermediária de que o critério utilizado na definição do preço da OPA Européia teria sido o critério do EBITDA ajustado, e com base no princípio da boa-fé do ofertante, analisamos a demonstração da forma de cálculo apresentada, levando em consideração a consistência das observações dos reclamantes acerca dos ajustes efetuados no EBITDA proporcional de Arcelor Brasil S.A.

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

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



conforme decisão do Departamento de Justiça do EUA, que determinava que nem a Arcelor S.A. nem a Mittal poderiam exercer seu poder de controle sobre a referida companhia. Além disso, conforme acordo judicial datado de 11/5/2006, a Mittal teria que vender ou a sua unidade de Sparrows Point em Maryland ou a unidade de Weirton em West Virginia, caso não se concretizasse a alienação de Dofasco.

- I. Excluir os ajustes de sinergias no EBITDA de Arcelor S.A. e Arcelor Brasil S.A., por integrar o prêmio de controle na aquisição. Cabe ressaltar que restou dúvida sobre este ajuste, já que a sinergia é vantagem que se obtém após a conclusão do processo de integração das companhias. Nosso entendimento de excluir tais ajustes encontra respaldo no artigo de Damodaran sobre prêmio de controle intitulado “The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials²²” e no artigo de Brailsford, intitulado “The Financial and Non-Financial Effects of Corporate Takeovers²³”.

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

Em contraste, julgamos inconsistentes as seguintes reclamações dos acionistas minoritários:

- A. Inclusão de ajuste no EBITDA de Arcelor Brasil S.A. decorrente das sinergias relativas à criação da Companhia. Tendo em vista que a criação da Companhia ocorreu no início do ano de 2005, não há que se falar na realização de tais ajustes, já que as estimativas dos EBITDA de 2006 e 2007 de Arcelor Brasil S.A. consideradas na oferta já incluíam as sinergias decorrentes de sua criação, por não haver observação contrária nos relatórios de análise considerados.”
- B. Inclusão de créditos fiscais estimados em US\$ 500 milhões. Afirma a instituição intermediária que nenhum crédito fiscal foi considerado na oferta pela Arcelor S.A., bem como na determinação no preço da OPA no Brasil, visto que a Mittal Steel não tinha informação suficiente para avaliar o benefício potencial desses prejuízos no momento da oferta pela Arcelor S.A. Entendemos consistente tal afirmação, uma vez que, segundo a ofertante, não foi efetuada *due diligence* em Arcelor S.A.
- C. Usina Hidrelétrica de Guilman Amorin S.A. e CAF Santa Bárbara. O reclamante Dynamo Administração de Recursos Ltda. alegava que a declaração da ofertante de que a participação na Usina de Guilman Amorin e CAF Santa Bárbara já se encontravam consolidadas nos EBITDA selecionados não parecia fazer sentido, já que, em tais estimativas, os analistas, habitualmente, não consolidam esse tipo de ativo. Contudo, para dirimir tal dúvida, questionamos uma das três instituições que elaboraram os relatórios selecionados e obtivemos a resposta (Anexo 4) de que não foi realizado qualquer ajuste para excluir, das projeções, tais ativos.
- D. Receita decorrente de royalties pagos pela CVRD à Arcelor Brasil S.A. oriundos da exploração da Mina do Andrade. A instituição intermediária afirmava que não foi considerada tal participação, por não estar relacionada no 1º ITR06, DFP 2005, IAN 2005 e release dos resultados de 1º ITR06 e 4º ITR05, documentos públicos utilizados para a

²² “The premium paid in an acquisition is a composite value of control, synergy and overpayment”.

²³ “Moreover, the acquirer can afford this control premium because of its belief in the creation of additional value once it has control of the target’s resources. The perceived increase in value is generally argued to arise from synergies between the companies such as economies of scale, cost reductions, enhanced efficiencies, more effective use of free cash flows and complimentary resources”.



análise do valor da Companhia, em contraponto com o reclamante Dynamo que afirmava que a informação era pública, pois os atos e laudos elaborados na criação da Arcelor Brasil S.A. fazem referência a esse ativo. Entendemos razoável que não se inclua tal receita no cálculo, uma vez que, conforme consta das Notas Explicativas de 2005 da Companhia, tais valores somente serão pagos a partir de 2008 e o cálculo do EBITDA considerou apenas os anos de 2006 e 2007.

- E. Inclusão de ajuste referente à participação de 1,76% em Gerdau Açominas detida por Arcelor Brasil S.A. A instituição intermediária afirma que não foi considerada tal participação, por não estar relacionada nos documentos públicos utilizados para a análise do valor da Companhia. De fato, em consulta realizada à GEA-1, apenas os investimentos participações superiores a 5% são informados de maneira destacada nos formulários mencionados.
- F. Ajuste decorrente de R\$ 4 bilhões em investimentos em Arcelor Brasil S.A. A instituição intermediária afirma que Mittal considerou em sua análise apenas os investimentos existentes e os investimentos com expectativa de geração de EBITDA em 2006 e 2007 e que qualquer investimento que possa ter sido realizado pela Arcelor S.A. ou Arcelor Brasil S.A. e com expectativa de geração de caixa após 2007 não foi considerado na avaliação de Arcelor S.A.”

9. PREÇO A SER OFERECIDO AOS ACIONISTAS DA ARCELOR BRASIL

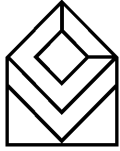
A Recorrente apresentou à CVM seu requerimento para registro da OPA dirigida aos acionistas da Arcelor Brasil, acompanhado, dentre outros documentos, de detalhada demonstração do preço pago indiretamente por ação da Arcelor Brasil na Oferta de Permuta (de acordo com o disposto no § 6º do art. 29 da Instrução CVM nº 361/2002).

Como se pode depreender do exame de tais documentos, a Recorrente, ao contrário do que afirmou a SRE, trouxe completa análise de toda a operação internacional realizada e os fundamentos do preço que foi calculado para as ações da Arcelor, e, ainda, o valor das empresas que estão sob o controle desta companhia estrangeira, e, nesse contexto, o valor do controle da Arcelor Brasil.

Além desses documentos, a Recorrente apresenta, em anexo, um complemento, contendo outros esclarecimentos, no sentido de evidenciar, mais uma vez, que o preço ofertado pela Mittal Steel aos acionistas da Arcelor Brasil é igualitário em relação ao valor pago aos acionistas da Arcelor, na operação internacional (Anexo 01, que inclui (i) documento contendo esclarecimento adicional sobre a utilização do EBITDA proporcional como metodologia de avaliação, (ii) carta do banco Morgan Stanley à Arcelor S.A., (iii) carta à CVM do diretor financeiro da Arcelor S.A. na época da Oferta de Permuta, (iv) carta à CVM do presidente do Conselho de Administração da Arcelor S.A. e (v) carta à CVM do banco Goldman Sachs).

Em 1º de agosto de 2006, a Mittal Steel efetivamente adquiriu 594.549.753 ações da Arcelor e 19.858.533 dos títulos conversíveis da Arcelor ("Oceane"), representativos de 92% das ações totalmente diluídas em circulação, por meio de uma oferta pública envolvendo ações da Mittal Steel e dinheiro. O montante total pago pelos 92% das ações da Arcelor totalmente diluídas adquiridas com relação à oferta de compra está detalhado na Tabela 1 da "Descrição do Cálculo do Preço a ser Ofertado aos Acionistas da Arcelor Brasil"²⁴.

A Mittal Steel preparou a sua oferta pela Arcelor com base em informações disponíveis publicamente. No valor ofertado para o acionista da Arcelor, a Mittal Steel considerou primordialmente o valor do negócio



e diversos ajustes relacionados aos passivos e ativos da Arcelor fundamentados em informações publicamente disponíveis em 25 de junho de 2006. A “Descrição do Cálculo do Preço a ser Ofertado aos Acionistas da Arcelor Brasil” ilustra os diversos ajustes que a Mittal Steel considerou ao formular sua oferta. Foi demonstrado pela Recorrente que o preço ofertado aos acionistas minoritários da Arcelor Brasil corresponde ao valor da Arcelor Brasil no cômputo do valor da Arcelor (a Arcelor Brasil participa com 21,4% e 21,9% nos EBITDAs projetados da Arcelor para 2006 e 2007, respectivamente;

Em suma, a Mittal Steel primeiramente determinou qual seria o valor do negócio, excluindo ajustes em relação a ativos e passivos não operacionais (“Valor da Empresa”) e, então, ajustou sua oferta para refletir certos ativos e passivos não operacionais detalhados abaixo e excluiu o valor relacionado à Dofasco, que considerou-se que seria vendida para a ThyssenKrupp como parte da transação.

O valor oferecido pelas ações da Arcelor foi formulado com base principalmente na estimativa futura do EBITDA anual da Arcelor. Esta é a metodologia mais adotada em fusões e aquisições, especialmente quando estão envolvidas companhias de capital aberto em um mesmo setor de atuação. Uma vez que o EBITDA da Arcelor também inclui o EBITDA relativo à Arcelor Brasil, o valor oferecido pela Arcelor considerou o valor da empresa proporcional da Arcelor Brasil, isto é, a porção pertinente da contribuição de EBITDA da Arcelor Brasil para a Arcelor.

A metodologia adotada com base no EBITDA proporcional baseia-se na contribuição relativa do EBITDA da Arcelor Brasil para o total do EBITDA da Arcelor. Com base no valor atribuído à Arcelor Brasil, certos ajustes relacionados aos passivos e ativos desta empresa foram considerados com o propósito de determinar o total do valor para os acionistas da Arcelor Brasil. Posteriormente, o resultado foi dividido pelo total de ações da Arcelor Brasil em circulação para determinar o valor de referência por ação que foi utilizado na definição do preço da oferta pública.

Esclareça-se que todos os cálculos procedidos tiveram por base o EBITDA proporcional, que considera somente o EBITDA da Arcelor no nível da controladora e o EBITDA proporcional nas diversas subsidiárias, de acordo com as participações da Arcelor nessas subsidiárias.

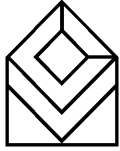
Sem prejuízo de tudo o quanto já se aduziu a respeito da ilegalidade da decisão da SRE, a metodologia por ela apresentada é inadequada e imprópria aos fins de proporcionar tratamento igualitário aos acionistas da Arcelor Brasil.

Efetivamente, determinar, como fez a SRE, que o preço indiretamente pago pela Arcelor Brasil, deve ser baseado na contribuição do preço de mercado da Arcelor Brasil na Arcelor, considerando o preço de mercado de ambas as companhias em 23 de junho de 2006, é equivalente a determinar que o mesmo prêmio sobre o preço de mercado pago para os acionistas da Arcelor deveria ser pago aos acionistas da Arcelor Brasil.

no entanto, o método escolhido pela SRE não leva em consideração o fato de que, mesmo que as ações de ambas as companhias sejam líquidas, uma companhia pode ter sido avaliada pelo mercado de forma mais elevada que a outra.

Na visão da Mittal Steel, a Arcelor era significativamente mais sub avaliada no mercado do que a Arcelor Brasil. Assim, se a Mittal Steel usasse o valor de mercado para determinar o preço indiretamente pago pela Arcelor Brasil, ela estaria pagando mais pela Arcelor Brasil em relação à Arcelor.

A diferença, na relativização do valor de mercado da Arcelor e da Arcelor Brasil, está evidenciada no Anexo 1- Tabela 1, que ilustra qual era o impacto dos múltiplos do EV/EBITDA de ambas as companhias em comparação com outras do setor. O mencionado documento evidencia que, em relação aos múltiplos de EV/EBITDA em 2006 e 2007, respectivamente, a Arcelor estava sendo negociada por um múltiplo muito menor do que a Arcelor Brasil e do que o setor a avaliava. Ainda, dentro desse critério de relativização, ela era mais barata que a Arcelor Brasil e, conseqüentemente, a admitir-se a linha de raciocínio da SRE, deveria ter sido pago um prêmio de mercado proporcionalmente maior para adquirir as ações da Arcelor do que o que deveria ser pago para adquirir as ações da Arcelor Brasil.



CVM Comissão de Valores Mobiliários



Claramente, de acordo com os argumentos acima, o fato das ações de ambas as companhias serem líquidas não implica, para a Mittal Steel, enquanto adquirente, que ambas as companhias estejam avaliadas de forma justa ou estejam sendo negociadas a valores próximos à avaliação que a Mittal Steel fez de cada companhia, para os efeitos de sua aquisição.

Na prática, a metodologia proposta pela CVM desconsidera completamente o fato de que, independentemente da liquidez das ações para negociação no mercado, o valor de uma companhia não equivale necessariamente ao que o mercado lhe atribui, nas negociações normais, sendo certo que ninguém pode ser obrigado a adotar o preço de mercado como aquele a ser considerado para a compra do controle de determinada companhia, como quer a SRE.

Como está evidenciado no Anexo 1- Tabela 2, o preço encontrado pela SRE para a OPA Arcelor Brasil implica em considerar múltiplos significativamente maiores (8.0x e 7.0x), levando em conta o EBITDA esperado em 2006 e 2007. Enquanto isso, o valor final da oferta de permuta pelas ações da Arcelor considerou um múltiplo de 5.4 vezes²⁵, o que comprova a desigualdade de avaliação que resulta em tratamento desigual dos acionistas das duas empresas.

Finalmente, a metodologia imposta pela CVM implica em prejuízo a todos os acionistas da Mittal Steel, resultando em forçá-los a pagar um sobrepreço pelas ações adquiridas que não foi objeto da avaliação feita e da decisão societária havida na época da oferta de permuta por ações da Arcelor, conforme já fartamente demonstrado à CVM. E mais, há um prejuízo também para os acionistas da Arcelor, na medida em que, se prevalecer a decisão da SRE, teriam eles recebido valor proporcionalmente menor que o preço determinado para a oferta aos acionistas da Arcelor Brasil, ferindo, aí sim, o princípio do tratamento igualitário.

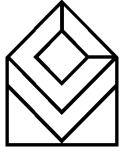
Se, conforme alega a Recorrente, já havia sido apresentada “completa análise de toda a operação internacional realizada e os fundamentos do preço que foi calculado para as ações da Arcelor, e, ainda, o valor das empresas que estão sob o controle desta companhia estrangeira, e, nesse contexto, o valor do controle da Arcelor Brasil”, como são apresentados documentos novos nesta fase do processo?

Apesar do claro contra-senso, esta área técnica não obteve informações que comprovassem que tal critério havia sido utilizado na operação internacional realizada até a data do protocolo do presente Recurso, persistindo a falta de comprovação mesmo com a análise da nova documentação apresentada.

Sobre as questões colocadas pela Recorrente em defesa do critério de EBITDA, constantes de documento intitulado “II DETERMINAR O VALOR PAGO PELA ARCELOR BRASIL COM BASE NA CONTRIBUIÇÃO DO VALOR DE MERCADO IMPLICA TRATAMENTO DESIGUAL ENTRE ACIONISTAS DA ARCELOR E ARCELOR BRASIL E AVALIAÇÃO DESPROPORCIONAL DA ARCELOR BRASIL, QUE POR SUA VEZ RESULTA EM UM VALOR IMPLÍCITO DE 100% DA ARCELOR QUE A MITTAL STEEL NÃO ESTARIA DISPOSTA A PAGAR”, temos as seguintes considerações a apresentar:

- i. A Mittal insiste em afirmar que na formulação do preço da OPA na Europa considerou a contribuição futura esperada da Arcelor e não o prêmio implícito ao preço de mercado da empresa. No entanto, deixa de explicar os motivos que a levaram a não explicitar o critério utilizado para a oferta no Prospecto e assim permitir que os destinatários da OPA tomassem decisões refletidas de aceitação ou não da OPA.

²⁵ Observe-se que, quando a Arcelor adquiriu a CST pagou por ela 5.1x EV/LTM EBITDA. Note-se que a CST é hoje um dos mais importantes ativos da Arcelor Brasil e, como está ilustrado no relatório de avaliação preparado pela Goldman Sachs, é o ativo da Arcelor Brasil onde o maior crescimento do nível de EBITDA/EBITDA é esperado, indicando, portanto, que este é o ativo da Arcelor Brasil que merece a maior avaliação em múltiplos de EBITDA. Não obstante, Arcelor pagou 5.1x trailing EBITDA quando adquiriu o controle da CST, mas, se fosse aplicado o preço de Mercado, como metodologia, a Mittal Steel teria que pagar 8.0x o EBITDA futuro para adquirir a Arcelor Brasil (que também inclui outros ativos com menor crescimento de EBITDA).



CVM Comissão de Valores Mobiliários

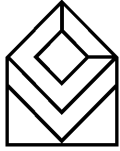


- ii. Sustenta que as ações da Arcelor, negociadas na Europa, estariam subavaliadas em relação às da Arcelor Brasil, negociadas na Bovespa, o que envaideceria sobremaneira os dirigentes de nossa bolsa de valores. Em consequência, apresenta teoria buscando mostrar ineficiência na formação de preços em mercados públicos. Em verdade, se os mercados estivessem sempre em equilíbrio, não surgiriam oportunidades para as operações de arbitragem e é a isto que se referem os acadêmicos quando abordam o tema da imperfeição dos mercados. Todavia, tais desequilíbrios, em mercados líquidos, ocorrem por períodos relativamente pequenos de tempo [até que os arbitradores se encarreguem de aproximar os preços com suas operações de compra de ativos subavaliados e venda daqueles superavaliados] e as discrepâncias de preço tendem a não ser relevantes. Ao contrário do que afirma a Mittal, em função de alguns fatores de risco considerados nos investimentos realizados no Brasil, é notório que os múltiplos pagos por investidores para ações negociadas na Europa e nos EUA são superiores àqueles que os investidores se dispõem a pagar no mercado doméstico.
- iii. Cita as OPA registradas pela CVM relativas às ações de Embratel e Ferroban, em que o valor de DFC foi utilizado para avaliar tais ações, para refutar a eficiência do mercado ao precificar as ações, consideradas pelo requerente como líquidas. Ocorre que a OPA da Embratel tinha o objetivo de cancelar o registro da emissora, hipótese em que a legislação requer que haja avaliação da companhia pelo valor econômico, e não de assegurar o tratamento igualitário como no caso presente. Já para a OPA de Ferroban, cremos que a Mittal cometeu algum engano, pois não há registro de liquidez de suas ações no mercado bursátil brasileiro que justifique o paradigma.
- iv. Se, efetivamente, a Mittal considera alto o valor de cotação da Arcelor Brasil, já que se dispõe a oferecer apenas R\$ 33,32 por ação, valor equivalente a 12,1184 euros (câmbio em 9/3/2007), enquanto no mercado tais ações são negociadas próximo da faixa dos R\$ 50,00, aplicando o raciocínio lógico poderia se supor que estaria interessada em promover a venda das ações do controle da subsidiária brasileira, aproveitando os "preços inflados da bolsa brasileira" e o apetite dos investidores. Com os recursos arrecadados teria como investir no País e criar uma nova Arcelor Brasil e ainda ter sobras para outras destinações. Será que podemos acreditar em tal hipótese?
- v. Através de hábil manipulação de números, assegura que estaria pagando 8 vezes o EBITDA de 2006 e 7 vezes o EBITDA de 2007 da Arcelor Brasil se acatasse a decisão da CVM, enquanto na compra da Arcelor S.A. havia pago 5,4 vezes o EBITDA de 2006. Embora a Recorrente não explicita a lógica adotada, supomos que tenha feito os seguintes cálculos:

Arcelor Brasil	
número de ações	650.993
Preço EUR (R\$ 51,27* convertidos em 9/2/2007)	18,31
Valor de mercado	11.920
Dívida líquida	772
EV	12.692
EBITDA 06**	1.628
EBITDA 07**	1.842
EV/ EBITDA 06	7,8
EV/ EBITDA 07	6,9

*preço da oferta segundo cálculo da CVM em 13/2/2007

** cálculos efetuados a partir das informações constantes do suplemento do prospecto da oferta realizada na Europa - página 186



CVM Comissão de Valores Mobiliários



- vi. Deve-se observar que o preço de €18,31 para as ações de Arcelor Brasil foi obtido considerando que a oferta seria realizada em 9/2/2007, ou seja, tendo sido apropriada a valorização das ações da Mittal nesse período.
- vii. Usando a boa e velha matemática, adotando apenas o critério de cotação de mercado fixado por esta área técnica, para efeitos de comparação, chegamos aos seguintes múltiplos para Arcelor Brasil: 6,5 vezes 2006 e 5,8 vezes 2007.

Arcelor Brasil	
Número de ações	650.993
Preço em euros*	15,12
Valor de mercado	9.843
Dívida líquida	772
EV	10.615
Ebitda 06**	1.628
Ebitda 07**	1.842
EV/EBITDA 06	6,5
EV/EBITDA 07	5,8

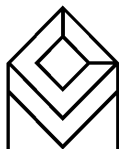
*conforme divulgado na memória de cálculo desta CVM em 13/2/2007.

**cálculos efetuados a partir das informações constantes do suplemento do prospecto da oferta realizada na Europa - página 186.

- viii. Já se considerarmos os dados constantes da demonstração justificada do preço elaborada pela Recorrente, alcançamos um valor bem próximo do múltiplo de 5,4 vezes que a Recorrente apresentou, conforme exposto a seguir:

	Arcelor	Arcelor Brasil
Preço por ação (Euro)	41,73	12,12
Valor de Mercado	27.694	7.848
Dívida Líquida + part. minoritárias	385	1.204
EV	28.078	9.052
EBITDA 06	4.945	1.654
EBITDA 07	5.526	1.344
EV / EBITDA 06	5,68	5,47
EV / EBITDA 07	5,08	6,74
média EBITDA 06 e 07	5,38	6,10

- ix. Como se vê, a disparidade entre múltiplos de Arcelor S.A. e Arcelor Brasil não é tão significativa como alega a Mittal.
- x. Ainda, caso fosse adotado o critério do EBITDA proporcional ajustado proposto pela Mittal, descartados os ajustes de sinergia, os efeitos da compra da Dofasco e corrigido o valor do campo pensões, chegaríamos aos seguintes múltiplos:



CVM Comissão de Valores Mobiliários



Valor de Arcelor Brasil (€ 14,27/ação)	9.289
Dívida líquida + part. minoritárias	1.204
EV	10.493
EBITDA 06	1.582
EBITDA 07	1.756
<hr/>	
EV / EBITDA 06	6,63
EV / EBITDA 07	5,98

- xi. Ademais, vale assinalar, para refletir a falta de consistência do argumento apresentado, o ponto levantado pelo acionista minoritário Dynamo Administração de Recursos Ltda., no âmbito do Processo CVM nº RJ-2006-8538, sobre a própria afirmação da Mittal de que os múltiplos de empresas localizadas em países emergentes não seriam comparáveis com aquelas sediadas em países de mercados desenvolvidos:

“Quando da elaboração do Prospecto, a Mittal Steel, para informar seus acionistas sobre a operação que estava realizando, optou por apenas comparar a Arcelor com outras companhias em mercados desenvolvidos:

“*Comparison of Listed Companies*

Valuations of listed companies in the steel industry are frequently compared on the basis of enterprise value to EBITDA (“EV/EBITDA”) and Price to Earnings per Share (“P/E”) multiples. EBITDA is defined as net income before interest, income taxes, depreciation and minority interest. Enterprise value corresponds to the aggregate of the equity market capitalization, net indebtedness and minority interests. Investments in associates and other financial assets are excluded from enterprise value as the income associated with these assets is generally not included in EBITDA. Unfunded or underfunded pension obligations are often treated as quasi debt. If net debt is adjusted for such pension obligations, if any, then EBITDA is typically also adjusted for pension expenses for the purpose of calculating comparable multiples. There is no generally accepted convention for these adjustments and market practice differs.

Arcelor is the second largest steel company in the world in terms of production capacity (Source: Metal Bulletin, April 2005). The majority of Arcelor’s operations are in Western Europe, which is considered a mature, developed steel market. The companies selected as comparable companies for the purpose of this analysis are all steel companies of significant size which operate in Western Europe and other developed countries such as the United States” (pág. 182 do Prospecto, sem grifos no original, doc. 4 anexo).

E a razão para isso? A comparação de múltiplos entre companhias de países em desenvolvimento e companhias de países já desenvolvidos não é tecnicamente adequada:

“*The period from 1999 is a good and appropriate reference period for the steel cycle as it covers both strong periods (1999, 2004) and weak periods (2000, 2002) of steel pricing. Acquisitions that have occurred since 2004 have been considered, but not included as these were deemed not comparable to Arcelor for a number of reasons:*

- *The acquisitions of Erdemir in Turkey (2005) and Kryvorizhstal in the Ukraine (2005) represented assets with significant exposure to the Ukrainian and Turkish markets attracting higher valuations than comparable transactions*



CVM Comissão de Valores Mobiliários



in developed markets due to their higher growth prospects. Arcelor is not present in these regions and has a significantly different growth profile. As a consequence, these transactions have been deemed not comparable” (pág. 185 do Prospecto, sem grifos no original, doc. 5 anexo).

Até mesmo a aquisição da Dofasco pela Arcelor Europa não foi considerada, em razão do alto grau de integração vertical:

“• Arcelor’s acquisition of Dofasco was not considered comparable as Dofasco has a high degree of vertical integration and is operating in the developed North American market. Dofasco’s position, with significantly upstream exposure, makes this transaction not comparable to Arcelor “(pág. 185 do Prospecto, sem grifos no original, doc. 5 anexo).

Ora, potencial de crescimento típicos de economias em desenvolvimento e integração vertical são as principais características da Arcelor Brasil. Aliás, a própria administração da Arcelor Brasil (como se vê das apresentações em anexo, docs. 6 e 7) faz uso justamente de tais características para justificar ao mercado a atratividade de se investir na companhia!

Parece incrível que alguém possa dizer aos seus acionistas que não pode comparar múltiplos de companhias em mercados em desenvolvimento, ou com alto grau de integração vertical, com múltiplos da Arcelor Europa, e acredite possível justificar o preço igualitário entre acionistas da Arcelor Europa e da Arcelor Brasil, fazendo uso do mesmíssimo método de comparação de múltiplos, que afirma não ser recomendável!

(...)

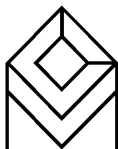
Além das diferenças nas perspectivas de crescimento dos respectivos mercados e do nível de integração vertical (já acima referidas), absolutamente incomparáveis entre Arcelor Europa e Arcelor Brasil, está o fato de que esse tipo de comparação está sujeito a tantas variáveis e ajustes (como por exemplo, investimentos em andamento, ativos não operacionais, diferenças de tributação e capital de giro) que simplesmente o torna impróprio, desinformando mais do que informando."

- xii. Com relação às análises de mercado utilizadas, o acionista apresenta a tabela abaixo e comenta:

“Como é possível para alguém, que fez a oferta baseada em números públicos, de conhecimento do mercado, sustentar que fez uma oferta de € 40,40, por ações que, na média dos analistas, apontavam o valor de € 23,10, e dizer, ainda, que nesse número estava implícito uma oferta para Arcelor Brasil por pouco mais de R\$ 30,00, quando a média dos analistas apontava R\$ 46,94?”

ARCELOR S.A. (LOR)

Instituição	Data do relatório	Preço de mercado	
		Preço alvo (€)	na data do relatório (€)
Deutsche Bank	03/10/2006	30,00	40,60
JP Morgan	02/08/2006	28,00	41,80
HSBC	07/03/2006	28,00	32,20
Commerzbank	02/02/2006	26,00	29,34
Espírito Santo Research	25/01/2006	20,40	21,83
Credit Suisse	24/01/2006	26,00	21,61



CVM Comissão de Valores Mobiliários



Commerzbank	24/11/2005	26,00	20,24
Espirito Santo Research	24/11/2005	19,40	20,24
Deutsche Bank	23/11/2005	25,00	20,00
ABN Amro	12/07/2005	14,00	16,34

Média **23,10***

ARCELOR BRASIL (ARCE3)

Instituição	Data do relatório	Preço alvo (R\$)	Preço de mercado na data do relatório (R\$)
Deutsche Bank	11/10/2006	53,00	38,50
Banif Primus	02/10/2006	37,30	37,81
Bradesco	27/09/2006	50,00	38,15
Fator	26/09/2006	44,20	36,60
Itaú	26/09/2006	50,00	36,60
Santander	25/09/2006	52,50	34,26
Coinvalores	01/09/2006	47,00	37,51
Bear Stearns	30/08/2006	35,61	37,49
ABN Amro	04/08/2006	52,89	37,50

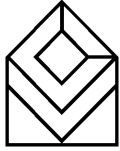
Média **46,94**

*Média dos oito últimos valores de referência por ação de Arcelor S.A.

- xiii. O acionista minoritário "The Children's Investment Fund", no âmbito do Processo CVM nº RJ-2006-8337, também argumenta que o critério de comparação de EBITDA proporcional desconsidera algumas diferenças entre a Arcelor S.A. e Arcelor Brasil que afetam a avaliação, tais como crescimento, impostos, capex, etc. Exemplifica citando o fato de que a empresa brasileira irá aumentar sua capacidade em 2007 em 25%, enquanto a europeia não apresentará qualquer crescimento de capacidade.
- xiv. Chama a atenção, a exemplo da Dynamo, para a inconsistência da argumentação da Recorrente, afirmando, ainda, que Mittal teria se baseado nas maiores estimativas de EBITDA disponíveis para a Arcelor S.A. (Goldman Sachs, 14/6/2006, € 6.171; Exane, 19/6/2006, € 6.556; ING, 21/6/2006, € 6.155), na busca para demonstrar um baixo múltiplo e, assim, reduzir custos com a OPA no Brasil, conforme demonstrado na tabela a seguir.

<u>2006 EBITDA</u>	<u>Arcelor (€)</u>
Exane BNP (16 jun)	5.854
ODDO Securities (9 jun)	6.153
BHF Bank (29 mai)	6.103
Goldman Sachs (18 mai)	5.860
JP Morgan (17 fev)	4.875
Ahorro (16 fev)	4.840
UBS (fev)	4.732
Societe Generale (2 fev)	5.339
Morgan Stanley (1 fev)	4.694
Citigroup (26 jan)	4.603
Média	5.305
Média (pre- 22 mai)	4.992

- xv. Por fim, entendemos que os múltiplos da Arcelor Brasil e da CST, quando da alienação de seu controle, em novembro de 2004, são de difícil comparação, tendo em vista que, à época, as condições da economia brasileira, da demanda do mercado consumidor, dos custos das matérias-primas e demais insumos de produção, eram significativamente



distintos dos atuais. Como exemplo, citamos o comportamento do preço do aço no período, que, de acordo com o relatório "World Steel Dynamics" de 27/2/2007, exibiu um patamar histórico em torno da faixa de US\$ 250-300 por tonelada métrica e atingiu um novo patamar em janeiro de 2005 em torno de US\$ 550, que permanece até os dias de hoje.

10. EBITDA COMO CRITÉRIO CORRENTE PARA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

O critério baseado na contribuição do EBITDA para a avaliação de empresas é universalmente reconhecido e aplicado como o principal critério de avaliação, pelas empresas de consultoria, bancos de investimento e analistas financeiros, sendo que sua importância tem sido salientada pelos estudiosos da matéria.²⁶ Trata-se, na realidade, de verdadeiro uso comercial, nos moldes e para os fins do art. 113 do Código Civil.²⁷

A sigla EBITDA pode ser substituída, no Brasil, pela sigla LAJIDA, sendo um indicador que representa o lucro apurado para fins de gestão. O EBITDA representa o lucro especificamente gerado pelos ativos operacionais, portanto, excluindo-se as despesas e receitas financeiras, e antes de considerar as despesas de depreciação, amortização e exaustão, bem assim, a incidência dos impostos sobre o lucro - no caso do Brasil, dos tributos IRPJ e CSLL.

No cenário empresarial, o EBITDA é notoriamente reconhecido como a informação mais importante para analistas e investidores, que consideram ser o lucro líquido o principal indicador do bom desempenho de uma companhia.

Além disso, o EBITDA é uma técnica financeira para medir a lucratividade, olhando para o já realizado pela companhia, medindo a capacidade de geração de caixa do negócio ao isolar a influência de impostos, juros e despesas, como depreciação e amortização. Tudo em linha com o art. 170, parágrafo 1º da Lei de Sociedades Anônimas, que elege a lucratividade como um dos critérios de fixação de preço das ações em aumento de capital.

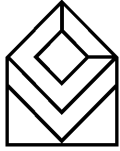
Não resta qualquer dúvida de que o critério adotado pela Recorrente, além de altamente confiável, é plenamente passível de utilização para o efeito de fixação do preço, numa OPA, conforme já reconheceu a CVM, em outros casos, firmando a sua orientação neste sentido.

Efetivamente, a CVM admitiu o EBITDA como critério para a definição do preço para a OPA decorrente da operação que resultou na aquisição indireta de parcela representativa de 58,44% das ações de Aços Villares, detidas diretamente pela Sidenor Internacional. Em consonância com o Artigo 254-A da Lei nº 6.404/76, foi realizada Oferta Pública de Aquisição de Ações de Aços Villares, de modo a garantir aos acionistas de Aços Villares a opção de venderem suas ações a um preço de, pelo menos, 80% do valor indiretamente pago por ação integrante do bloco de controle. O preço fixado para a OPA baseou-se em um múltiplo do EBITDA anual de Corporación Sidenor (Edital da OPA, conforme submetido à CVM).

Está, por conseguinte, patente a falta de razoabilidade da decisão da SRE, na medida em que desconsiderou a importância da metodologia do EBITDA para avaliação de empresas, diferentemente do que ocorreu, por exemplo, na OPA Aços Villares, mudando a sua orientação anterior.

²⁶ "Enterprise Value to EBITDA: In the last two decades, this multiple has acquired a number of adherents among analysts for a number of reasons. First, there are far fewer firms with negative EBITDA than there are firms with negative earnings per share, and thus fewer firms are lost from the analysis. Second, differences in depreciation methods across different companies – some might use straight line while others use accelerated depreciation – can cause differences in operating income or net income but will not affect EBITDA. Third, this multiple can be compared far more easily across firms with different financial leverage – the numerator is firm value and the denominator is a pre-debt earnings – than other earnings multiples. For all of these reasons, this multiple is particularly useful for firms in sectors that require large investments in infrastructure with long gestation periods." ("Dark Side of Valuation" by Aswath Damodaran, page 39 as available in <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). É, alias, o caso da Arcelor.

²⁷ Art. 113 – Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.



Como se viu, as empresas são avaliadas, no Brasil e no exterior, com base em tal metodologia, utilizada por empresas de consultoria e por bancos de investimento, de forma corrente. Portanto, não se trata de justificativa apresentada pela Mittal Steel a partir de critérios obscuros ou desconhecidos, o que poderia chegar a suscitar alguma discussão sobre o cabimento da metodologia adotada, ensejando uma impugnação da SRE que, em tal hipótese, se justificaria.

Já no Memo nº 27/2007, salientamos, quanto à utilização do EBITDA como critério de avaliação de empresas, que “talvez até seja verdadeira a afirmação, se consideradas condições constantes de mercado, ou seja, acompanhamentos de rotina de empresas de siderurgia. No entanto, conforme mostrado a seguir, ao se tratar de aquisição de companhia, em que adquirente e adquirida são companhias abertas cujas ações apresentam razoáveis índices de liquidez, não parece se sustentar a tese de que o melhor critério seja o EBITDA.”

Quanto ao caso Aços Villares, também já nos manifestamos no referido Memo, afastando tal comparação: “Nesse sentido, vale registrar que, no âmbito da OPA por alienação indireta de controle de Aços Villares S.A. (Processo CVM nº RJ-2006-849), diferentemente do caso em tela, não só os adquirentes, mas a companhia vendedora do controle de Corporación Sidenor S.A. declarou formalmente a metodologia utilizada na negociação, conforme documento disponível em www.cvm.gov.br.

Ademais, em reunião realizada em 17/2/2006, inclusive com representante do Banco Santander-Banespa S.A., instituição intermediária de ambas as OPA, foram apresentados voluntariamente os papéis de trabalho que comprovavam a discussão travada entre compradores e vendedores relativa à avaliação do valor de Corporación Sidenor S.A.

Conforme formulado na exigência 5.1, a Mittal Steel também teve a oportunidade de apresentar documentos de suporte à avaliação efetuada, embora tenha peremptoriamente afirmado inexistirem quaisquer documentos que evidenciassem a veracidade de suas afirmações. (fl. 659 do Processo CVM nº RJ-2006-8146)

Além disso, como tanto as ações de emissão de Arcelor S.A. quanto de Arcelor Brasil S.A. possuem comprovada liquidez no mercado secundário, é possível calcular o valor relativo da participação de Arcelor Brasil S.A. no capital social de Arcelor S.A. a preço de mercado.

Tal procedimento, contudo, não poderia ser considerado na OPA de Aços Villares S.A., uma vez que as ações de emissão de Corporación Sidenor S.A. não são negociadas em bolsa de valores e as ações da companhia brasileira apresentam baixos índices de negociabilidade.”

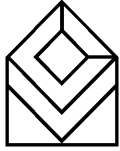
Finalmente, no que tange ao disposto no art. 113 do Código Civil Brasileiro, como já explicitado anteriormente, afastamos o benefício da boa-fé da Recorrente, também pela apresentação intempestiva de documento.

B. PEDIDOS ADICIONAIS

Por fim, requer a Recorrente que, além da manutenção do critério de preço originalmente adotado e por ela apresentado à CVM, seja mantida a forma de determinação da parcela em dinheiro e da parcela em ações da Mittal Steel, conforme detalhada na minuta do Edital da OPA Arcelor Brasil submetida à CVM.

Transcrevemos o trecho do Edital apresentado à CVM em 27/10/2006, que trata da proposta da forma de pagamento feita pela Recorrente:

“1.4. Preço da Oferta: De acordo com o Artigo 10 do Estatuto Social da Arcelor Brasil, a Ofertante atribuiu o valor de € 12,1184 para cada Ação da Arcelor Brasil, com base no resultado da Oferta de Permuta como demonstrado



CVM Comissão de Valores Mobiliários



na Seção 8 do presente Edital. Desse modo, observado o disposto na Seção 1.6 e na Seção 3 abaixo, a aquisição das Ações colocadas à venda no Leilão dar-se-á de uma das seguintes formas, a critério de cada titular de Ações que desejar aceitar esta Oferta:

- (i) pagamento em ações ordinárias classe A (“Ações Ordinárias Classe A”) emitidas pela Mittal Steel (69,6% do Preço da Oferta) e em dinheiro (30,4% do Preço da Oferta), em Reais (“Opção de Oferta Mista”); ou
- (ii) pagamento em dinheiro, em Reais (“Opção de Pagamento em Dinheiro”).

1.4.1. Opção de Oferta Mista:

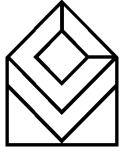
- (i) Os acionistas que escolherem a Opção de Oferta Mista (sendo cada um deles denominado “Acionista Optante pela Oferta Mista”), farão jus a receber, para cada Ação colocada à venda no Leilão, (a) a quantidade de Ações Ordinárias Classe A que resultar da divisão de 69,6% do Preço da Oferta pelo maior dos seguintes valores: (i) **a média dos preços de fechamento, ponderados pelo volume diário negociado na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) nos 5 dias úteis anteriores à Data do Leilão**, da Ação Ordinária Classe A, convertida para Euro de acordo com a taxa de câmbio de USD/EUR calculada a partir da média das cotações das 12:00pm divulgadas pelo New York Federal Reserve Bank, de Nova Iorque (12:00 pm Exchange Rate) nos 5 dias úteis anteriores à Data do Leilão, e (ii) **o preço de fechamento da Ação Ordinária Classe A na Bolsa de Valores de Nova Iorque em 24 de outubro de 2006, convertido para Euro (ou € 34,08) e (b) o valor em dinheiro equivalente a €3,68, em Reais**. Os valores em (€) Euro aqui referidos devem ser convertidos para Reais (R\$) conforme a mais elevada taxa de câmbio de EUR/BRL (assim entendida como a que resulte no maior valor em Reais) dentre as solicitadas pela Ofertante na Data do Leilão, imediatamente após a conclusão do Leilão, junto a 3 dos principais bancos que operem no mercado de câmbio brasileiro (a “Taxa de Câmbio da Data do Leilão”).(grifo nosso)

Entendemos que, para assegurar o tratamento igualitário exigido na presente oferta, o pagamento deveria ser feito na mesma data, seja para os acionistas de Arcelor S.A., como para os acionistas de Arcelor Brasil S.A. Assim, não se mostra razoável a proposta de pagamento tomando-se por base as cotações da data do leilão, evento futuro, ou da data do pedido de registro da OPA nesta Comissão. Ambas propostas não guardam qualquer relação com o tratamento igualitário almejado.

Não é justo requerer que o acionista da Arcelor Brasil S.A., que já sofre com as medidas procrastinatórias da Recorrente para realizar a OPA no Brasil, também se veja privado de auferir o mesmo benefício, em condições de igualdade, que o acionista da Arcelor S.A. – a valorização das ações da Mittal aceitas na OPA de permuta.

Requer ainda que o Colegiado aceite o tratamento originalmente proposto pela Recorrente no Edital da OPA Arcelor Brasil aos acionistas norte-americanos, consideradas as restrições existentes na regulamentação de mercado de capitais daquele País observadas as manifestações anteriores da Recorrente no presente Processo.

Transcrevemos o trecho do Edital que trata da proposta de oferta aos acionistas residentes fora do Brasil:



1.6 Avisos aos Acionistas Norte-Americanos e às Pessoas Norte-Americanas (US Persons):

A Oferta está sendo feita fora dos Estados Unidos para Pessoas que não são Norte-Americanas de acordo com a Regulation S. As Ações Ordinárias Classe A oferecidas como pagamento na Oferta não foram e não serão registradas sob o Securities Act ou com outra autoridade reguladora de valores mobiliários de qualquer estado ou jurisdição nos Estados Unidos e as Ações Ordinárias Classe A não podem ser ofertadas, distribuídas ou vendidas exceto conforme dispensa nos termos do, ou em uma transação não sujeita aos registros requeridos no Securities Act e quaisquer leis de valores mobiliários aplicáveis a qualquer estado dos Estados Unidos. Portanto, as Ações Ordinárias Classe A estão sendo oferecidas, distribuídas e vendidas exclusivamente fora dos Estados Unidos para Pessoas Não-Americanas em “transações no exterior” como definido no, e em conformidade com, o Regulation S. **Como consequência, Pessoas Não-Americanas somente podem escolher a Opção de Pagamento em Dinheiro da Oferta.** (grifo nosso)

Como não foram apresentados fatos novos, mantemos nossa posição anterior de que, tratando-se de OPA obrigatória, não se admite limitação de adesão à oferta por critério de residência dos acionistas minoritários, a menos que haja oferta alternativa, apenas em dinheiro, que assegure, ao menos, o tratamento igualitário à OPA com permuta por ações, isto é, quantia em dinheiro que equivalha ao preço desta oferta realizada no Brasil na data de sua liquidação.

C. DISPENSA DE APRESENTAÇÃO DO LAUDO DE AVALIAÇÃO DE MITTAL STEEL

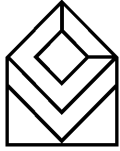
A exigência de apresentação de laudo de avaliação da Mittal Steel trará pouco ou nenhum benefício para os acionistas minoritários da Arcelor Brasil. Inicialmente, porque as ações da Mittal Steel são listadas na NYSE, no Mercado Eurolist da Euronext Amsterdam N.V., no Mercado Eurolist da Euronext de Bruxelas S.A./N.V., no Mercado Eurolist da Euronext Paris S.A., na Bolsa de Valores de Luxemburgo e nas bolsas de valores de Madrid, Barcelona, Bilbao e Valência, sendo que a cotação de suas ações em tais bolsas é de fácil e amplo conhecimento do mercado e dos acionistas minoritários da Arcelor Brasil. Além disso, a Mittal Steel é uma empresa que figura entre as maiores do mundo em capitalização de mercado, líder em seu setor de atuação, sendo as ações de sua emissão bastante líquidas²⁸.

Adicionalmente, a Mittal Steel é companhia coberta por 19 (dezenove) analistas de research²⁹, de maneira que os acionistas minoritários da Mittal Steel têm acesso a informação de qualidade e confiável sobre a companhia, mostrando-se absolutamente desnecessária a preparação de um laudo de avaliação em tais circunstâncias.

Por outro lado, a preparação de um laudo de avaliação da Mittal Steel traria enormes dificuldades. Notadamente, o cumprimento dos requisitos listados no Anexo III, inciso XI, da Instrução CVM 361, seria difícil de ser alcançado e demandaria considerável lapso de tempo, tendo em vista o porte das operações Mittal Steel e sua presença mundial.

²⁸ O volume médio diário de negociação das ações de emissão da Mittal Steel foi de US\$ 84 milhões nos últimos 12 meses, US\$ 87 milhões nos últimos 6 meses, US\$ 80 milhões nos últimos 3 meses e de US\$ 94 milhões no último mês. (fonte: Bloomberg, em 23 de fevereiro de 2007 – rfeers only to ADRs of Mittal Steel traded in the New York Stock Exchange - NYSE).

²⁹ São eles: Morgan Stanley, Bear Stearns, HSBC, Soleil Securities, Exane BNP Paribas, JPMorgan, CA Cheuvreux, Deutsche Bank, Merrill Lynch, Citigroup, Societe Generale, Credit Suisse, ddo & Cie, UBS, Rabo Securities, Commerzbank, ING Bank, ABN AMRO e Goldman Sachs.



Adicionalmente, o custo de preparação de tal laudo de avaliação seria bastante elevado, e geraria um custo adicional desnecessário para a Mittal Steel, que trará pouco ou nenhum benefício para os acionistas minoritários da Arcelor Brasil.

Conforme precedentes citados abaixo, esta D. Comissão já firmou entendimento no sentido de que o laudo de avaliação pode ser substituído nas hipóteses em que o acionista minoritário já tiver a seu dispor informações ou parâmetros suficientes para uma tomada de decisão sobre a OPA. Nesse sentido:

“Assim, entende que o acionista já teria a seu dispor um conjunto de informações que lhe permitiria tomar uma decisão refletida perante a OPA. A disponibilidade do laudo pouco acrescentaria para a decisão do acionista (...).” (Processo CVM n.º. RJ 2002/5160).

“A dispensa de laudo de avaliação em OPA realizada por acionista controlador, a despeito do que dispõe o artigo 8º da referida Instrução, tem sido admitida nos casos em que a finalidade a que se presta o laudo – indicar parâmetros para os acionistas questionarem se o valor ofertado é justo ou não – possa ser atingido de outra maneira.”(Processo CVM n.º. RJ 2005/0225).

Concluimos desse modo que justifica-se plenamente a dispensa pela CVM do laudo de avaliação, nos termos dos precedentes citados acima, sem qualquer prejuízo para o acionista.

Vale observar que esta D. Comissão dispensou, nos precedentes citados acima, o laudo de avaliação da própria companhia cujas ações estavam sendo ofertadas, pelo que, com muito mais razão, deve dispensar no caso em questão a apresentação do laudo da Mittal Steel, que não é a companhia objeto da Oferta, mas apenas a empresa que adquiriu o controle da companhia objeto da Oferta, cujas ações estão sendo ofertadas como pagamento do preço de compra e têm preço claramente definido.

Adicionalmente, nos precedentes citados acima, o laudo de avaliação tinha como objetivo apurar o preço justo das ações objeto da oferta, que seria então praticado na OPA, nos termos do artigo 4º, §4º da Lei das Sociedades por Ações, sendo certo que, na presente hipótese, o laudo de avaliação não irá determinar o preço da Oferta, servindo como simples parâmetro para os acionistas da Arcelor Brasil.

Outro ponto que deve ser levado em consideração por esta D. Comissão é que, ainda que o laudo de avaliação da Mittal Steel pudesse trazer algum benefício para os acionistas minoritários da Arcelor Brasil, o custo de preparação de tal laudo seria absolutamente desproporcional em relação ao pequeno benefício gerado.

Em outras oportunidades a CVM já dispensou a apresentação do laudo de avaliação considerando tal relação entre custo e benefício, conforme demonstram os trechos a seguir:

“(...) sendo certo que a manutenção de sua [do laudo] exigência pela CVM implicaria em custos desproporcionais aos benefícios que porventura vier a gerar”. (Processo CVM n.º. RJ 2002/5160).

Além disso, devemos notar que os acionistas da Arcelor analisaram e decidiram pela aceitação da Oferta de Permuta sem terem acessado qualquer avaliação da Mittal Steel, não tendo tal avaliação sido requerida por nenhum órgão regulador internacional. Conseqüentemente, caso a renúncia ora requerida seja concedida, os acionistas da Arcelor Brasil estarão sujeitos ao mesmo tratamento estendido aos acionistas da Arcelor no que se refere ao acesso a uma avaliação adicional da Mittal Steel. Esta renúncia também aceleraria todo o processo de registro e apresentação da Oferta, beneficiando claramente todas as partes envolvidas.

De se observar, ainda, que a apresentação do laudo de avaliação relativamente à Oferta decorre unicamente da Instrução CVM 361, e não da lei, de forma que é perfeitamente possível a dispensa de sua apresentação pelo Colegiado da CVM, nos termos do artigo 34 da mesma instrução. É o que ora se requer, com fundamento nos argumentos e precedentes discutidos acima.



Subsidiariamente, caso o Colegiado venha a entender que o Laudo de Avaliação deva ser apresentado, requer-se seja conferido à Ofertante um prazo adequado (pelo menos 60 dias) para tanto, sem prejuízo do direito da Ofertante de questionar tal decisão pelas vias cabíveis.

Tendo em vista a total ausência de uniformidade dos argumentos apresentados no item A. METODOLOGIA DE CÁLCULO DO PREÇO A SER PRATICADO NA OPA DA ARCELOR BRASIL S.A. com os do presente pedido de dispensa de apresentação de laudo de avaliação, somos contrários ao pedido de dispensa.

Uma vez que, para determinar a forma de cálculo do preço a ser ofertado na OPA, a Mittal afirma que o critério de cotação de mercado não é sequer razoável, optando pela adoção do critério do EBITDA proporcional ajustado, calculado a partir de relatórios “criteriosamente” selecionados, como a CVM poderia dispensar a apresentação do laudo da Mittal, com base no fato de que “a Mittal Steel é uma empresa que figura entre as maiores do mundo em capitalização de mercado, líder em seu setor de atuação, sendo as ações de sua emissão bastante líquidas”?

Como preservariamos o tratamento uniforme e igualitário que a oferta pressupõe?

Ademais, acreditamos que os custos de elaboração do laudo seriam compatíveis com os prováveis benefícios gerados, tanto em face do valor global da oferta como quando comparados ao patrimônio líquido das companhias.

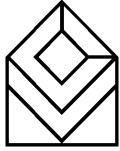
Cumpramos ainda ressaltar que o disposto no § 7º do art. 8º da Instrução 361 exige a apresentação do laudo de avaliação da companhia cujos valores mobiliários estejam sendo entregues em permuta, utilizando-se o mesmo critério de avaliação para ambas as companhias.

Entendemos, assim, que seria razoável a dispensa da apresentação do referido estudo apenas caso o preço das ações-objeto da presente oferta utilize como base de cálculo o critério de cotação do mercado.

III. CONCLUSÃO

Pelo acima exposto, mantemos o entendimento desta área técnica, no âmbito da oferta pública de aquisição de ações de Arcelor Brasil S.A., uma vez que:

- (i) entendemos que nossa decisão encontra-se em consonância com as prerrogativas legais atribuídas a esta Autarquia, em obediência a todos os princípios constitucionais aplicáveis;
- (ii) não ficou comprovado que o critério de EBITDA proporcional foi aquele que fundamentou a oferta realizada na Europa;
- (iii) o documento acolhido como confidencial, além de não poder produzir efeitos sem sua tradução juramentada, apresenta conteúdo não-conclusivo quanto ao critério efetivamente utilizado na negociação;
- (iv) afastamos o benefício para a Recorrente da utilização do princípio da boa-fé, haja vista a tardia apresentação do documento confidencial;
- (v) entendemos que, para assegurar o tratamento igualitário exigido na presente oferta, o pagamento deveria ter sido feito na mesma data, seja para os acionistas de Arcelor S.A., seja para os acionistas de Arcelor Brasil S.A., não sendo razoável a proposta de pagamento tomando-se por base as cotações da data do leilão, evento futuro, ou da data do pedido de registro da OPA nesta Comissão, que não guardam qualquer relação com o tratamento igualitário almejado; e



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*



- (vi) tratando-se de OPA obrigatória, não se admite limitação de adesão à oferta por critério de residência dos acionistas minoritários, a menos que haja oferta alternativa, apenas em dinheiro, que assegure, ao menos, o tratamento igualitário à OPA com permuta por ações, isto é, quantia em dinheiro que equivalha ao preço desta oferta realizada no Brasil na data de sua liquidação.

Quanto ao pedido de dispensa de apresentação de laudo de avaliação da Mittal Steel, por força do art. 8º, § 7º, da Instrução CVM nº 361/02, somente seria razoável a dispensa da apresentação do laudo de avaliação de Mittal Steel, caso o preço das ações-objeto da presente oferta utilize como base de cálculo o critério de cotação do mercado, de modo a atender os objetivos tanto de uniformidade de critérios quanto de tratamento igualitário da OPA.

Vislumbramos ainda de extrema importância frisar os ensinamentos de Carlos Augusto que se seguem: “deve [A CVM] perquirir, em profundidade, as circunstâncias concretas de cada operação, para que a aplicação da lei não seja prejudicada por mantos formais que, muitas vezes, escondem a real extensão dos atos praticados com a finalidade de transferir o controle acionário da companhia aberta.”

Por fim, recorde-se, ainda, a existência do já citado acórdão do extinto Tribunal Federal de Recursos na Apelação Cível nº 140.587, julgada em 26/2/1988.

Diante do todo acima exposto, enviamos o presente recurso ao Superintendente Geral, nos termos da Deliberação CVM nº 463/03 e do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02, para que seja submetido à apreciação do Colegiado desta CVM.

Subsidiariamente, caso o Colegiado venha a entender que ainda precisam ser produzidas novas provas, colhidas novas informações ou esclarecimentos, requer a Mittal Steel que o julgamento do presente recurso seja convertido em diligência para as referidas providências, dando-se prazo adequado (pelo menos 30 dias) para tanto.

Atenciosamente,

(Original assinado por)
FLAVIA MOUTA FERNANDES
Gerente de Registros - 1

(Original assinado por)
CARLOS ALBERTO REBELLO SOBRINHO
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários