



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR SEI Nº 19957.004309/2016-73

Reg. Col. 0463/16

Acusados: André Pires de Oliveira Dias
Harley Lorentz Scardoelli
Claudio Gerdau Johannpeter
André Bier Gerdau Johannpeter
Richard Chagas Gerdau Johannpeter
Exedito Luz
Affonso Celso Pastore
Oscar de Paula Bernardes Neto
INDAC – Indústria Administração e Comércio Ltda.
Metalúrgica Gerdau S.A.

Assunto: Apurar eventuais irregularidades em operação de aquisição de participações minoritárias em empresas controladas pela Gerdau S.A., em suposto descumprimento ao disposto nos arts. 116, parágrafo único, 154 c/c 245, 156 e 157, §4º, todos da Lei nº 6.404/1976, art. 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002, e art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009.

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS instaurado para apurar eventuais irregularidades em operação de aquisição pela Gerdau¹ de participações minoritárias em quatro empresas por ela controladas e em que a Gerdau já detinha, antes das Aquisições, participação acionária representativa de mais de 90% do capital social, quais sejam: Gerdau Açominas, Gerdau Aços Longos, Gerdau Aços Especiais e Gerdau América Latina (em conjunto, “Controladas”)². As Aquisições foram divulgadas ao mercado por meio do Fato Relevante de 14.07.2015, seguido de esclarecimentos prestados no Comunicado ao Mercado de 17.07.2015.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto, que não estiverem nele definidos, têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

² No agregado, houve aquisição de ações ordinárias e preferenciais de emissão das Controladas, representativas de participação equivalente a (i) **3,50%** do capital social da Gerdau Açominas; (ii) **4,77%** do capital social da Gerdau Aços Longos; (iii) **2,39%** do capital social da Gerdau Aços Especiais; e (iv) **4,90%** da Gerdau América Latina.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

2. O Fato Relevante, além de conter referências a outras ações tidas como "*necessárias para adequação da Gerdau ao cenário atual de grande competitividade, e avanço na simplificação de processos e da estrutura societária da Gerdau*"³, trouxe informações agregadas sobre as Aquisições aprovadas, por unanimidade, em reunião do CA ("RCA") da Gerdau, em 13.07.2015, "*com vistas à possível transformação dessas companhias, no futuro, em subsidiárias integrais e/ou à sua incorporação*"⁴; *a consolidar o recebimento de dividendos; e a proporcionar a maior facilidade de acesso ao mercado de capitais*".

3. Consoante o Fato Relevante, por meio dessas "*aquisições de participações acionárias, no valor total de **R\$ 1.986 milhões***", o que representava, à época, o equivalente a aproximadamente 18% do valor de mercado da Gerdau, essa passaria a "*deter mais de 99% do capital total de cada uma das controladas (...) uma vez cumpridas as condições dos respectivos contratos de compra*".

4. Embora as Aquisições tenham tido como alvo ações de emissão das mesmas companhias e mesma data de aprovação pelo CA, não resta dúvida de que resultaram de dois negócios distintos e independentes entre si: (i) a Aquisição Itaú, tendo o Itaú como vendedor das Participações Itaú; e (ii) a Aquisição Arcelor, sendo a Arcelor como vendedora das Participações Arcelor.

5. Como detalhado no Relatório, a Aquisição Itaú e a Aquisição Arcelor envolveram quantidades distintas de ações de emissão das Controladas: no total, **23.082.688**⁵ ações ordinárias foram adquiridas do Itaú e **12.902.874**⁶ ações foram adquiridas da Arcelor. As Aquisições foram significativamente díspares quanto a preço, no total, **R\$ 1.691.165.695,30**, na Aquisição Itaú, e **R\$ 294.980.000,00** na Aquisição Arcelor, e condições de pagamento, que foram as seguintes:

(i) na Aquisição Arcelor, parcela de **R\$ 89.180.000,00 à vista**, e o restante por meio da transferência de **30.000.000 ações preferenciais de emissão da Gerdau**, mantidas em tesouraria e equivalentes a 1,74% do capital social da Companhia; e

(ii) na Aquisição Itaú, parcela de **R\$ 250.000.000,00 à vista, permuta de cota de FIDC**, detentor de Direitos Creditórios no valor de **R\$ 802.329.988,83**, e o restante

³ v. referências feitas, no Fato Relevante, ao "Plano Gerdau 2022" e à avaliação de alternativas para incorporação pela Gerdau das empresas Selva S.A. Florestas e Indústrias, Gerdau América Latina e Itaguaí Comércio, Importação e Exportação Ltda., durante o segundo semestre de 2015 (Doc. SEI 0125083, fls. 21-22).

⁴ Note-se que duas das quatro Controladas (i.e. Gerdau Aços Especiais e Gerdau América Latina) vieram a ser efetivamente incorporadas pela Gerdau anos depois, em 29.12.2017.

⁵ A Aquisição Itaú abrangeu a compra de 5.648.201 ações de emissão da Gerdau Açominas, 5.648.201 de emissão da Gerdau Aços Especiais, 5.648.201 de emissão da Gerdau América Latina e 6.138.085 de emissão da Gerdau Aços Longos, sendo todas essas ações ordinárias.

⁶ A Aquisição Arcelor abrangeu a compra de 3.157.259 ações de emissão da Gerdau Açominas (sendo 3.153.714 ordinárias e 3.545 preferenciais), 3.157.259 da Gerdau Aços Especiais (sendo 3.153.714 ordinárias e 3.545 preferenciais), 3.157.259 da Gerdau América Latina (sendo 3.153.714 ordinárias e 3.545 preferenciais) e 3.431.097 da Gerdau Aços Longos (sendo 3.427.244 ordinárias e 3.853 preferenciais).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

em **pagamento parcelado**, com vencimentos em 2016, 2017, 2019, 2021 e 2022, no valor total de **R\$ 638.835.706,47**.

6. Tal disparidade, em larga medida, acabou jogando luz sobre o cerne da principal questão desafiada neste PAS: a racionalidade e a comutatividade da Aquisição Itaú.

7. A Acusação questionou especificamente a atuação (i) dos membros do CA da Gerdau na aprovação da Aquisição Itaú, entendendo que essa teria sido realizada em condições prejudiciais à Companhia e desviando-se do interesse social, tendo como objetivo desonerar suas Controladoras de obrigações previamente assumidas perante o Itaú, no âmbito da Opção de Venda, que assegurava ao Itaú o direito de vender as Participações Itaú à INDAC, controladora indireta da Gerdau, cuja obrigação de compra era garantida pela Metalúrgica Gerdau, controladora direta da Companhia; e (ii) dos DRIs da Gerdau em exercício quando da divulgação, respectivamente, do Fato Relevante e do Comunicado ao Mercado, por falhas no cumprimento do dever de informar.

8. Adicionalmente, por considerar que a Aquisição Itaú configurou, na verdade, uma transferência de obrigações entre a INDAC e a Gerdau, a Acusação entendeu se tratar de transação com partes relacionadas, questionando, também, a atuação das Controladoras, em abuso de poder de controle, por omissão diante da operação celebrada. A Opção de Venda tinha como objeto as Participações Itaú e era exercível pelo Itaú, consideradas todas as postergações havidas, até 07.08.2015⁷, tendo perdido seu objeto diante da aquisição de tais participações pela Gerdau.

9. Nesse contexto, a Acusação imputou responsabilidade: (i) a todos os Conselheiros, por terem atuado com desvio de finalidade ao aprovarem a operação em condições não equitativas, em detrimento da Gerdau; (ii) aos Conselheiros Com Vínculo, por terem agido, também, em conflito de interesses ao aprovarem a Aquisição Itaú, já que ocupavam, concomitantemente, cargos na administração da Gerdau e das Controladoras e eram herdeiros diretos das pessoas naturais que, em última instância, controlavam as empresas do Grupo Gerdau; (iii) às Controladoras, por terem abusado de seu poder de controle ao deixarem de adotar providências compatíveis com a relevância e gravidade dos fatos, beneficiando-se da Aquisição Itaú; e (iv) aos DRIs da Gerdau, por falhas no cumprimento do dever de informar as Aquisições ao mercado.

10. Apenas para dar maior clareza e sistematicidade a este voto, inicialmente, tecerei certas considerações gerais acerca do tipo de decisão sob análise, do padrão de revisão a ser adotado pela CVM neste processo e, ainda, sobre o preço e as condições de pagamento da Aquisição Itaú, tendo em vista a relevância desses elementos para a análise deste caso. Na sequência, passarei a examinar

⁷ O vencimento da opção de venda originalmente celebrada em 2005 seria em 31.02.2006, mas, em virtude de repactuação e sucessivos aditamentos, ao final, a PUT passou a vencer em 07.08.2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

cada uma das imputações feitas pela Acusação, divididas em seções de acordo com os dispositivos da LSA que a SEP reputou terem sido infringidos pelos respectivos Acusados.

II. DECISÃO EMINENTEMENTE NEGOCIAL

11. A aprovação da Aquisição Itaú, com a subjacente análise sobre sua adequação sob a perspectiva da Companhia, constituiu uma decisão eminentemente negocial, que envolveu a apreciação de uma série de fatores e particularidades, especialmente quanto à precificação, cujo exame de mérito, em regra, transbordaria os limites de revisão pela CVM.

12. Não obstante, à luz dos dispositivos legais supostamente infringidos, a constatação de que a Aquisição Itaú foi fruto de uma decisão negocial não exime os Conselheiros acusados de terem sua decisão analisada no mérito, com a adoção de um padrão de revisão mais rigoroso, uma vez que não se trata de acusação por falta de diligência e que está em discussão justamente o alinhamento da decisão ao melhor interesse da Companhia, especialmente tendo em vista o reflexo da Aquisição Itaú na extinção da PUT, da qual derivavam obrigações relevantes das Controladoras.

13. Imprescindível considerar o contexto em que a operação estava inserida e a complexidade relacionada ao preço e às condições de pagamento avençadas, sem o que não me parece possível examinar a Aquisição Itaú, em termos gerais, sob a ótica de sua racionalidade.

14. Como explicitado, com muita propriedade, pela ex-presidente desta Autarquia Maria Helena Santana, no julgamento do PAS CVM nº 25/03, não se pode subestimar a complexidade envolvida na avaliação de preço de aquisição de participação acionária:

“18. Assim, não penso que a CVM deva pretender, como acabou por fazer a Comissão de Inquérito, arbitrar esse conflito natural, ao afirmar, indiretamente, que a compra da Oi **teria sido feita por valor não-justo** a partir das reclamações trazidas. A tensão entre essas duas posições deve funcionar em benefício das companhias e de sua sustentabilidade no longo prazo. E **a menos que houvesse evidência muito forte de que a escolha feita foi incorreta e prejudicial** à Telemar, o que os dados não parecem sustentar, a Comissão deveria ter-se colocado de fora deste conflito, e não escolhido reconhecer a um dos lados a condição de melhor intérprete do interesse da Companhia.

19. Este é um processo complexo, pois não se trata aqui de avaliar, por exemplo, uma transação em que se emprestou caixa da companhia ao controlador, mas **de um caso que acabou por colocar a CVM na posição de avaliar uma decisão de investimento tomada, e o preço ao qual o investimento foi realizado. Não há como subestimar a complexidade de que se reveste esta situação**, como tentei demonstrar.”⁸ (Grifei)

⁸ PAS CVM nº 25/03, j. 25.03.2008.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

15. O exame de mérito de decisão negocial pela CVM é justificável, portanto, quando o processo decisório estiver eivado de irregularidade, o que importa na indisponibilidade da aplicação da chamada *business judgment rule*, ou se, ainda que regular, o seu resultado não refletir termos razoavelmente compreensíveis e racionais, permitindo concluir pela atuação com desvio de finalidade ou apontando para uma atuação desleal dos administradores.

16. É o que se desafia neste PAS: o mérito de uma decisão negocial, sob o prisma do interesse primordial que teria subsidiado a decisão da Gerdau de adquirir as Participações Itaú nas condições pactuadas. Em outras palavras, julgamos se a Aquisição Itaú foi aprovada genuinamente para “lograr os fins e no interesse da Companhia”.

17. Não se trata de aferir se a Aquisição Itaú foi realizada em termos ideais para a Gerdau, mas sim de julgar se foi realizada em seu interesse e não para eximir suas Controladoras das obrigações decorrentes da PUT.

18. Nesse sentido, com muito bem ponderado pelo presidente da CVM, Marcelo Barbosa:

“7. Assim redefinido o enquadramento jurídico dos fatos, o papel que se impôs ao Colegiado diante desta controvérsia passou a ser o de avaliar se os membros do conselho de administração da HRT, ao negociarem e aprovarem o Severance Package, agiram em **desvio de poder**, violando o **art. 154 da Lei nº 6.404/76**. Em essência, portanto, a questão se deslocou para a verificação de suposta violação do comando legal segundo o qual **os administradores devem exercer suas atribuições “para lograr os fins e no interesse da companhia”**.

8. Em linha com a doutrina e com os precedentes da CVM, entendo que o exame dessa questão **envolve a análise da conduta dos administradores, inclusive do conteúdo das decisões tomadas no âmbito dos órgãos colegiados** (conselho de administração e diretoria), com o **objetivo de aferir se elas se conciliam com o objeto social e os interesses da companhia**. Trata-se, assim, de **exame de mérito**, cabendo aos administradores, quando em face da acusação por desvio de poder, lançar mão de elementos aptos a demonstrar o **alinhamento de seus atos aos interesses da companhia**.

9. No entanto, e é importante frisar, o exame de mérito que o art. 154 impõe **não envolve um juízo de adequação da conduta ou decisão do administrador no sentido de avaliar se foram ideais para a companhia**. (...)”⁹

(Grifei)

19. No presente caso, não estão em xeque os procedimentos adotados pelos Conselheiros para a tomada da referida decisão, no que tange à diligência por eles empregada. Não há imputação de descumprimento do art. 153 da LSA por qualquer dos Acusados, o que revela que a própria Acusação não reputou ter havido falta de diligência no exame das Aquisições.

⁹ Trecho da respectiva manifestação de voto no PAS CVM nº RJ2013/11703, j. em 31.07.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

20. Não obstante haver certa complementaridade entre o art. 153 e o art. 154 da LSA, o primeiro trata do “modo” e o segundo trata da “finalidade”, trazendo à baila enfoques distintos, como bem explorado pelo Diretor Gustavo Gonzalez, em manifestação de voto no processo supracitado:

“Quando se avalia apenas diligência, o foco da discussão é o procedimento. Nesse sentido, as decisões da CVM que buscaram sistematizar a *business judgment rule* brasileira indicam que o referido teste não é aplicável a decisões interessadas, nem aos casos em que existem evidências de fraude ou de má-fé. Nota-se, portanto, que prévia ou concomitantemente à análise procedimental pode-se verificar se existem indícios dos problemas que previnem a aplicação da regra da decisão negocial.

40. Já o artigo 154 exige que o administrador adote não ‘apenas uma conduta formalmente de acordo com os preceitos da LSA, mas, sim, materialmente em linha com os seus preceitos’. Por tal motivo, o exame de desvio de poder não se esgota em uma análise acerca da independência e do interesse do administrador. Com efeito, **para que o artigo 154 cumpra com a sua finalidade, a revisão em casos de suspeita de desvio requer um olhar diferente e uma consulta mais abrangente, que busque apurar se atos praticados pelos administradores, ainda que formalmente corretos, buscavam de fato atingir fins ilegais, contrários à ordem pública ou aos interesses da companhia.**

41. **Essa abrangência deve, contudo, ser delimitada com temperança, sob pena de se transformar uma obrigação de meio em uma de resultado.**¹⁰

(Grifei)

21. Por essas razões, antes de analisar cada uma das supostas infrações objeto da Acusação, entendo ser pertinente enfrentar as controvérsias suscitadas acerca da Aquisição Itaú, especialmente no que tange à sua precificação.

III. O PREÇO E AS CONDIÇÕES DE PAGAMENTO DA AQUISIÇÃO ITAÚ

22. De início, destaco que nem a Acusação nem os Acusados se insurgiram quanto a um ponto que, de fato, se revela um tanto óbvio diante das circunstâncias apuradas: não seria factível que o Itaú se dispusesse a alienar as Participações Itaú à Gerdau por valor inferior ao que o próprio Itaú tinha direito a receber caso optasse por exercer a PUT.

23. O preço total da Aquisição Itaú foi de **R\$ 1.691.165.695,30**, enquanto o preço de exercício da PUT, conforme decorrente da sua última renovação, era de **R\$ 1.691.141.000,45**, tendo a Acusação atribuído a pequena diferença de valores a arredondamentos¹¹.

¹⁰ Trecho da respectiva manifestação de voto no PAS CVM nº RJ2013/11703, j. em 31.07.2018.

¹¹ O valor constante do Formulário de Referência de 2015 da Metalúrgica Gerdau, acerca de sua obrigação como garantidora da INDAC na PUT era de R\$1.565.085,00, em 31.12.2014, que, conforme cálculo SEP, atualizado até a data de aprovação da Aquisição Itaú, alcançaria R\$ 1.691.145.000,00 (Termo de Acusação, item 67).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

24. Como relatado no Termo de Acusação¹², em resposta a Ofício da SEP, a própria Companhia afirmou que “a Gerdau não estava vinculada aos contratos [de opção de venda - grifo meu]. No entanto, na medida em que era uma opção que o Itaú tinha, **não se pode esperar que concordasse em vender as ações para a Gerdau por valor inferior ao que poderia vender para terceiro** (no caso a Indac...)” (grifei).

25. No mesmo sentido, em resposta a Ofício da SEP¹³, o conselheiro Claudio Gerdau manifestou-se a respeito dos preços praticados nas Aquisições, nos seguintes termos:

“c. informar os motivos pelos quais considera que as operações de aquisição de participações minoritárias se deram de forma equitativa com ambos os vendedores, considerando notadamente as diferenças entre os valores pagos;

Entendo que, como administrador da Companhia, cabe, prioritariamente avaliar se determinada operação atende ao **interesse social**, como julguei ser o caso da operação mencionada no Ofício.

Neste contexto, é relevante para a Companhia pagar um **preço adequado e não excessivo** para a aquisição de determinado ativo. Caso tal ativo seja adquirido de distintos vendedores, a prioridade não deve ser obter condições iguais, mas sim as mais vantajosas.

Assim, se um está disposto a vender por determinado preço, e outro por preço maior, compete à companhia tentar adquirir tudo pelo menor preço, mas isto não sendo possível (**como no presente caso, em que o Itaú não estava disposto a vender por preço menor**), é preferível pagar um preço menor a um dos vendedores do que elevar o preço para garantir um suposto tratamento equitativo que não é exigido pela legislação societária ou de mercado de capitais.”

(Grifei)

26. Em linha com essa assertiva, embora o preço total fosse dado, verifica-se que houve negociação com o Itaú quanto às condições de pagamento¹⁴, o que é também um modo de impactar o preço. Com efeito, são essencialmente distintas equações à vista (que era o caso do pagamento previsto na PUT) e a prazo (ainda que apenas em parte, como negociado pela Gerdau na Aquisição Itaú). É evidente que a forma de pagamento também tem repercussões relevantes na precificação, ainda que isso não afaste, por si só, a questão do interesse determinante para a aprovação pelo CA.

¹² Doc. SEI 0125258, fls. 3.

¹³ Ofício nº 005/2016/CVM/SEP/GEA-4, doc. SEI 0125095, fls. 754.

¹⁴ A lista de eventos relacionados às Aquisições apresentada pela Gerdau, em resposta ao Ofício nº 254/2015/CVM/SEP/GEA-4 (Doc. SEI 0125088, fls. 217-220) mostra que, dentre os assuntos das reuniões havidas com o Itaú, foi recorrente o tema “estrutura da compra dos ativos financeiros” e “ações judiciais da Gerdau contra a Eletrobrás”, embora não esteja claramente documentado o conteúdo das discussões. Também foi tema das referidas reuniões o contrato de permuta celebrado entre a Arcelor e a Gerdau. Ou seja, a cronologia apresentada indica ter havido um esforço verdadeiro de negociação a respeito dos Direitos Creditórios cedidos pela Companhia ao FIDC e da permuta de ações de emissão da Gerdau pelas Participações Arcelor, que consistiram em relevante parcela do pagamento avençado das respectivas operações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

27. Pertinente ressaltar, desde já, outro fato incontroverso: o preço de exercício da PUT não estava correlacionado com a valorização ou desvalorização das Participações Itaú nem com o desempenho operacional ou financeiro das Controladas, mas sim obedecia a uma lógica de aplicação de renda fixa¹⁵, assegurando uma saída do investimento para o Itaú, com rentabilidade, no período, equivalente à Taxa CDI acrescida de 3% a.a., caso esse assim o desejasse, tendo em vista que o exercício da PUT era um direito e não uma obrigação.

28. Com efeito, a opção de venda original havia sido outorgada em 2005 pela INDAC ao Itaú, no contexto de uma operação estruturada de financiamento, por meio da qual o Itaú aportou R\$ 550 milhões na Gerdau Participações S.A. (à época, uma subsidiária da Gerdau). Nesse sentido, a Acusação ressaltou que a PUT seria uma “*estrutura análoga a um financiamento, com as devidas garantias comuns a esse tipo de estrutura financeira*”¹⁶.

29. É claro que a mera constatação de formação de preço com base em resultado de equação típica de renda fixa¹⁷ (e não de renda variável) não autoriza, de *per se*, conclusão no sentido da inadequação do preço da Aquisição Itaú, sob o prisma da adquirente. Ao menos não *a priori* e sem sopesar considerações e avaliações acerca do valor das ações adquiridas, bem como os demais benefícios e objetivos almejados com a operação.

30. O que se verifica no antagonismo das visões trazidas no âmbito deste PAS é a contraposição (i) da alegação dos Acusados de que o preço da Aquisição Itaú foi adequado e a estratégia da Gerdau de consolidação das participações nas Controladas justificava o preço pago, no melhor interesse da Companhia; com (ii) a assertiva da Acusação de que o sobrepreço pago na aquisição das Participações Itaú era economicamente injustificável e a operação objetivava, na verdade, beneficiar as Controladoras, eximindo-as das obrigações assumidas na PUT.

31. Tratarei mais adiante dos benefícios e objetivos da operação e dos interesses envolvidos, porém, pontuo, desde já, que não me convence o argumento apresentado pela Companhia e pelos Acusados de que a existência da relação contratual mantida entre o Itaú e as Controladoras (isso é, a PUT) não influenciou a decisão da Gerdau de adquirir as Participações Itaú ao preço dado pelo Itaú, mas apenas teve influência no balizamento do referido preço.

¹⁵ Note-se, inclusive, que, nos termos da PUT, do preço de exercício, acrescido da remuneração pactuada seria deduzido o valor correspondente a 100% do montante total pago pelas Controladas ao Itaú a título de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio até a Data de Exercício.

¹⁶ v. Item 61 do Termo de Acusação (Doc. SEI 0125258).

¹⁷ Note-se que, caso as ações subjacentes ao derivativo tivessem tido, no período, valorização superior à taxa de juros que corrigia o preço de exercício da PUT, seu exercício se tornaria desinteressante sob o prisma do titular da opção e tal valor não seria tomado como baliza para definição do preço de alienação das ações a terceiro.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

32. Embora a Gerdau não estivesse obrigada a adquirir as Participações Itaú nem estivesse juridicamente vinculada à PUT, a meu ver, a sequência de postergações do prazo de vencimento da PUT na iminência de fechamento da Aquisição Itaú e a negociação das condições de pagamento pela Companhia para tornar viável (ou, ao menos, palatável) a aquisição das Participações Itaú, pelo preço que o vendedor estava disposto a aceitar, evidenciam a influência da existência da PUT sobre a decisão da Gerdau de concretizar a Aquisição Itaú.

33. Isso não significa que tal influência seja necessariamente aspecto suficiente para autorizar a conclusão de que a Aquisição Itaú não teria sido aprovada no interesse da Companhia.

34. A Acusação chegou a tal conclusão porque considerou que o valor pago pela Gerdau na Aquisição Itaú era economicamente injustificável e que o Preço de Exercício da PUT, muito mais do que um “balizador de preço”, foi o “próprio racional” da operação.

35. A Acusação fundamentou sua análise na comparação com o preço por ação, bastante inferior, pago pela Gerdau pelas participações adquiridas da Arcelor, um dos maiores *players* internacionais do setor, nas mesmas empresas, e concomitantemente aprovada pelo CA.

36. Como dito, a Aquisição Arcelor consubstanciou negócio jurídico distinto e independente da Aquisição Itaú, tendo como ponto de contato o fato de que ambas Aquisições envolveram participações minoritárias nas mesmas companhias alvo (as Controladas) e foram aprovadas e divulgadas em conjunto, fazendo parte de um mesmo movimento da Gerdau com vistas à futura simplificação de processos e da estrutura societária da Companhia. Embora tivessem amparo numa mesma justificativa estratégica, não havia qualquer condicionante que vinculasse o fechamento de uma à conclusão da outra, consubstanciando, portanto, claramente duas operações independentes.

37. Destaque-se que o contrato celebrado com a Arcelor continha cláusula de *earnout*¹⁸ a dispor que, se a Gerdau viesse a realizar uma operação de compra e venda ou permuta com terceiro envolvendo ações das Controladas, anunciada no período de 12 meses contado do fechamento da Aquisição Arcelor, em que (i) o valor por ação convencionado fosse superior, em 10% ou mais, àquele pago pelas Participações Arcelor, e (ii) o valor agregado da operação fosse superior a US\$ 5 milhões, a Gerdau estaria obrigada a pagar à Arcelor o valor resultante da multiplicação (a) da diferença entre o valor pago por ação na referida transação e aquele pago na Aquisição Arcelor, (b) pelo número de ações anteriormente detido pela Arcelor na Controlada objeto da transação. Na mesma cláusula contratual, contudo, a Arcelor reconhecia que essa disposição não seria aplicável em caso de transação com ações das Controladas envolvendo o Itaú ou qualquer de suas afiliadas.

¹⁸ Cláusula 1.7 d do *Share Purchase Agreement* de 14.07.2015(Doc. SEI 0125088, fls. 246).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

38. Parece-me que tal disposição contratual constitui, no mínimo, evidência de que a Gerdau sinalizara para a Arcelor que a aquisição das Participações Itaú não seguiria um balizamento de preço comparável com a transação realizada com a Arcelor, mas que, para eventuais aquisições futuras (naquele período de doze meses), em havendo preço melhor para outra contraparte, haveria o referido ajuste a repercutir favoravelmente para a Arcelor.

39. Quanto à Aquisição Arcelor, não houve imputação de qualquer irregularidade pela SEP. Seus elementos de preço e condições de pagamento foram referidos no Termo de Acusação porque (i) sua divulgação foi feita em conjunto com a da Aquisição Itaú (e de forma agregada), e, principalmente, (ii) em razão da substancial discrepância dos preços por ação que a Gerdau se dispôs a pagar, respectivamente, na Aquisição Itaú e na Aquisição Arcelor.

40. Consoante os valores constantes dos Laudos Apsis 12.973/14¹⁹, de 2016, o “valor implícito” por ação (assim denominado nos referidos laudos) de cada uma das Controladas, considerando o valor total das transações, foi assim indicado:

Controlada	Valor Acordado Arcelor (R\$)	Valor implícito Ações Arcelor (R\$)	Valor Acordado Itaú (R\$)	Valor implícito Ações Itaú (R\$)
Gerdau Açominas	72.586.209	22,99	416.147.914	73,68
Gerdau Aços Especiais	23.666.396	7,50	135.683.093	24,02
Gerdau Aços Longos	156.941.083	45,74	899.767.328	146,59
Gerdau América Latina	41.786.312	13,23	239.567.361	42,41

41. Embora concorde com os Acusados quanto a que não era de se esperar que os preços praticados nas Aquisições fossem os mesmos, pois se tratavam de contrapartes distintas e negociações independentes, além de terem sido pactuadas diferentes condições de pagamento, a meu ver, isso não significa que a comparação do preço por ação praticado na Aquisição Arcelor seja irrelevante para fins de aferir a racionalidade da Aquisição Itaú.

42. Observo que constou no material submetido aos Conselheiros a informação de que as Participações Arcelor tinham sido adquiridas, em meados de 1998, numa operação estruturada de financiamento, em que também havia sido pactuada uma opção de venda a favor do banco financiador, a qual, entretanto, havia expirado em 2003, sem ter sido exercida²⁰. Da mesma forma

¹⁹ Não se trata do Laudo Apsis submetido ao CA para a deliberação de 13.07.2015. Os Laudos Apsis 12.973/14 (relativos a cada uma das Controladas) tem como data-base 14.07.2015 (data de fechamento das Aquisições) e descrevem como seu objetivo a “Elaboração de cálculos avaliatórios para determinação dos valores individualizados dos ativos identificáveis adquiridos e dos passivos assumidos, com os respectivos valores contábeis e valores justos da adquirida, de acordo com a Lei nº 12.973/14”.

²⁰ Do material sobre as Aquisições apresentado aos Conselheiros consta a informação de que "Em meados de 1998, ao adquirir a Siderúrgica Mendes Júnior, a Belgo Mineira (Arcelor Mittal) recebeu uma participação de 5,3% no



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

que o Itaú, a Arcelor não estava obrigada a vender as Participações Arcelor para a Gerdau, mas quis fazê-lo. Também não era de se esperar que a Arcelor alienasse as Participações Arcelor por preço inferior ao valor que reputasse adequado com relação aos ativos, ainda que sua avaliação quanto ao valor justo de tais ativos pudesse diferir da avaliação da compradora ou de terceiros.

43. Concordo com o argumento de que não há exigência de tratamento equitativo pela Companhia com relação aos preços praticados com os diferentes vendedores, não cabendo censura ao fato de se pagar um preço menor àquele que está disposto a vender por menos. Por outro lado, causa estranheza o fato de que o preço por ação de emissão das mesmas companhias, praticado, contemporaneamente, com a Arcelor, tenha sido tão significativamente inferior.

44. A meu ver, não se pode ignorar os preços praticados na Aquisição Arcelor como uma importante referência, pois, via de regra, o preço pago por uma parte independente e sofisticada reflete a melhor *proxy* do valor justo do ativo adquirido.

45. Não se pode desprezar a discrepância dos referidos valores (ainda que não seja o único elemento determinante) no exame quanto à exorbitância do preço da Aquisição Itaú, devendo-se sopesar as diferentes condições de pagamento que fazem com que tais valores não sejam automaticamente comparáveis.

46. A Acusação também reconheceu que “[e]ventuais diferenças resultantes de um processo negocial são esperadas”, contudo, ressaltou que “uma transação entre a companhia e uma parte independente, conhecedora do negócio e com o porte da ArcelorMittal, deve servir como referência de valor justo dos ativos negociados”²¹.

47. É justamente quanto à precificação das ações de emissão das Controladas que divergem diametralmente Acusação e Acusados, o que os conduz a conclusões opostas sobre ter ou não a Aquisição Itaú se voltado a atender ao interesse da Companhia e não ao das Controladoras.

48. A Acusação, ao comparar as Aquisições, concluiu que a Gerdau pagou, pelas Participações Itaú, **3,2 vezes** o preço que teria pago se tivesse negociado esses ativos ao preço por ação praticado na Aquisição Arcelor. Nessa linha, para a Acusação, a Gerdau pagou pelas Participações Itaú o valor total de **R\$ 1.691.165.695,30**, ao invés de **R\$ 527.706.554,03**. A meu juízo, entretanto, não cabe simplesmente aplicar o preço por ação pago à Arcelor como aquele que

capital da Açominas associada com uma dívida junto ao Banco Econômico; Adicionalmente, havia uma **opção de compra** de dita participação pelo Banco, vencível em nov/2003, pelo valor de R\$ 86.220 mil, a qual não foi exercida pelo interventor do Bacen; Dito valor, em 06/2015, atualizado por CDI, corresponde a **R\$ 322 MM** (grifei). A Aquisição Arcelor foi concluída pelo valor de R\$ 295, 9 milhões.

²¹ Itens 123 e 124 do Termo de Acusação (Doc. SEI 0125258).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

deveria ter sido praticado com o Itaú, nem se pode desconsiderar o fato de que a quantidade total de ações alienadas e as condições de pagamento das Aquisições eram bastante distintas.

49. Com efeito, parcela expressiva do preço pago pelas Participações Arcelor, cerca de **69,8%**, envolveu a entrega de 30.000.000 ações preferenciais de emissão da Gerdau, o que, a meu ver, é uma das particularidades mais importantes da Aquisição Arcelor.

50. Como explorado pelas Defesas, devido ao contexto de crise do mercado de aço à época das Aquisições, a cotação das ações da Gerdau estava em patamares historicamente baixos, de modo que não refletia, na data do fechamento da operação, o real valor da Companhia. Com efeito, desde 08.07.2015, data usada como referência para a precificação das ações preferenciais da Gerdau (i.e., R\$6,86), tais ações experimentaram expressiva valorização, mas também não se pode deixar de reconhecer que a recuperação do mercado de aço e da Companhia nos anos subsequentes a 2016 não era um fator que se pudesse dar por certo ao tempo em que aprovadas as Aquisições.

51. De todo modo, a percepção de que as ações da Gerdau estavam cotadas abaixo do que deveria ser seu valor de mercado constou de relatório de análise de mercado, divulgado à época das Aquisições²², o que foi destacado pelos analistas como um ponto de crítica à operação. Assim, uma “foto” do preço praticado na data do fechamento da Aquisição Arcelor poderia não refletir perfeitamente o real valor da operação.

52. Também reconheço que as intenções dos vendedores com as Aquisições eram distintas. A lista de eventos relacionados às Aquisições apresentada pela Companhia, em resposta a Ofício da SEP, mostra que, desde o início das conversas da Arcelor com a Gerdau, em 2011, a ideia era a realização de permuta das Participações Arcelor por ações da emissão da Companhia, o que representava a troca de ações ilíquidas de emissão das Controladas por ações dotadas de maior liquidez. Já o Itaú sinalizava que desejava se desfazer do investimento, buscando uma saída que, comercial e financeiramente, melhor atendesse aos seus interesses.

53. Assim, embora as Aquisições tenham sido contemporâneas e envolvido participações minoritárias nas mesmas companhias, o contraste das Aquisições não se apresenta como uma questão trivial a ser resolvida apenas com a comparação dos preços por ação praticados, mesmo se considerado que o valor da Aquisição Itaú coincidia com o do Preço de Exercício da PUT.

54. Com relação ao preço praticado na Aquisição Itaú, ao analisar a faixa de avaliação de valor econômico das Participações Itaú apontada no Laudo Apsis, submetido à apreciação dos Conselheiros na RCA de 13.07.2015, que estava expressa em dólares norte-americanos (entre US\$

²² Doc. SEI 0125083, fls. 36.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

308.973.000,00 e US\$ 398.753.000,00)²³, a Acusação concluiu que a Gerdau teria pago um **sobrepço** em faixa situada entre **R\$ 640.000.000,00 e R\$ 870.000.000,00**, considerando, para tanto, conversão para reais pela cotação do dólar em 31.12.2014 (de R\$ 2,65), data-base referida no Laudo Apsis, e não pela cotação vigente no dia útil anterior à RCA (de R\$ 3,19).

55. Embora seja evidente que a Gerdau pagou pelas Participações Itaú um valor muito superior àquele pago pelas Participações Arcelor, cabe notar que a faixa de sobrepreço analisada pelos Conselheiros com base no Laudo Apsis foi diferente da apontada pela SEP, em razão da taxa de câmbio utilizada para converter para reais os valores denominados em dólar no Laudo Apsis.

56. Segundo as Defesas, tendo em vista o setor globalizado em que inserida a Companhia e as Controladas, cujos principais custos de produção e preços de produtos são denominados em dólares norte-americanos, o Laudo Apsis tomou por base o conjunto de premissas e valores fornecidos em dólares e chegou a uma faixa de valores também nessa moeda. Para as Defesas era apropriado utilizar, para fins de conversão para reais, a cotação do dólar do último dia útil anterior à RCA (10.07.2015) e não a taxa de câmbio do dia 31.12.2014, adotada pela SEP.

57. Nesse sentido, as Defesas apontam que, utilizando-se a taxa de câmbio de R\$ 3,1897, o valor máximo apurado em consonância com o Laudo Apsis seria de R\$ 1.271.902.444,00, ou seja, considerando o valor pago ao Itaú (R\$ 1.691.165.695,00), o sobrepreço seria, em tese, de **R\$ 419.263.251,00**. Digo “em tese”, porque concordo que a análise a ser feita neste PAS requer outras considerações para além do valor nominal do preço pago pela Gerdau.

58. Não entrarei no mérito das razões pelas quais as faixas de valor dadas no Laudo Apsis foram fixadas em dólar. Além de não constar dos autos dados relativos à denominação (ou, de alguma forma, vinculação) em moeda estrangeira dos custos, dívidas e receitas das Controladas, nem às justificativas do próprio avaliador para a adoção da moeda estrangeira na avaliação, entendo que não cabe, neste PAS, fazer uma revisão do *valuation* da Companhia, mas sim, como já dito, um exame de racionalidade da Aquisição Itaú, à luz do interesse da Gerdau.

²³ A Apsis foi contratada pela Gerdau para determinar o valor econômico da participação de acionista minoritário nas Controladas (constam do Laudo os percentuais referentes às Participações Itaú), “pela metodologia do Fluxo de Caixa Descontado e pela metodologia de múltiplos, para fins gerenciais”. O laudo destaca que para todas as Controladas utilizaram “a metodologia da rentabilidade futura para determinar os valores econômicos das Companhias, bem como seus investimentos”. Para a Gerdau Açominas, a Gerdau Aços Especiais e a Gerdau Aços Longos, utilizaram adicionalmente “a metodologia por múltiplos, para fins de suporte e validação do valor econômico”. Para a Gerdau América Latina, “em específico, por se tratar de uma Companhia que investe em diversas outras que são tanto operacionais quanto não operacionais, a APSIS apurou os valores econômicos das investidas (...) por rentabilidade futura e, posteriormente, seus respectivos patrimônios líquidos foram ajustados via equivalência patrimonial até encontrarmos o valor econômico” (Sumário Laudo Apsis, de 29.04.2015, fls. 401-404).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

59. Nesse sentido, registro que, uma vez que o laudo apontou para uma faixa de valor denominada em US\$ (e assumindo que tal abordagem faça sentido considerando as operações das Controladas), parece-me pertinente o argumento das Defesas de que a melhor referência para a conversão dos referidos valores para reais seja a taxa de câmbio da véspera da decisão que tomou os valores da avaliação por referência e não a taxa vigente na data-base de 31.12.2014.

60. Cabe reconhecer, inclusive, que a taxa de câmbio de R\$3,20 foi a adotada, em 2015, na tabela constante do slide da apresentação feita ao CA, para converter o teto da faixa do valor econômico das ações das Controladas apurado no Laudo Apsis, refletindo, portanto, a informação considerada pelos Conselheiros em sua tomada de decisão.

61. De todo modo, ainda assim, restava bastante evidente, no material apresentado ao CA, expressivo sobrepreço, que não passou despercebido. Da referida apresentação feita ao CA, destaco o seguinte alerta quanto ao sobrepreço:

“O preço de aquisição negociado respeita a **especificidade de cada acionista**, os **investimentos realizados na Companhia**, os **instrumentos de pagamento** e, no **conjunto das transações**, estão em linha com a avaliação realizada por empresa especializada independente;

Quando analisada individualmente a aquisição das participações junto ao Itaú há que se confrontar o **aparente sobre preço** (sic) em relação a avaliação realizada por empresa especializada independente, com as **condições mais competitivas** na determinação do **preço de cessão dos direitos creditórios**.” (Grifei)

62. Do racional explicitado, percebe-se que os seguintes aspectos foram tomados, à época, como justificativa (i) os investimentos realizados pelos acionistas na Companhia (o que, no caso do Itaú, remete ao aporte de 2005, que veio acompanhado da PUT); (ii) os instrumentos de pagamento utilizados em cada uma das Aquisições (com destaque, no caso do Itaú, para a cessão de quota do FIDC em condições mais vantajosas do que tinham sido aventadas em proposta de outro banco pelo referido ativo); e (iii) a análise das operações em conjunto, o que reduzia o sobrepreço apontado na comparação com a faixa máxima de valor indicada no Laudo Apsis.

63. Com relação ao FIDC, noto que a própria Acusação reconheceu que a cessão dos Direitos Creditórios da Companhia para o Fundo e a permuta da quota única em pagamento da Aquisição Itaú representou uma vantagem para a Gerdau, quando comparada com a segunda melhor proposta para a estruturação da operação de securitização recebida pela Companhia.

64. Os Acusados destacaram que a utilização do FIDC no pagamento ao Itaú revelou-se vantajosa para a Companhia em montante na ordem de R\$ 317 milhões (bruto²⁴), que deve ser

²⁴ Se consideradas as deduções de tributos incidentes (i.e., imposto de renda e contribuição social sobre lucro líquido – 34%, correspondendo a aproximadamente R\$108 milhões), tal valor passa a ser de **R\$209 milhões**.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

considerado para fins de análise do preço. Trata-se de argumento defendido pelos Acusados e reconhecido também pela própria Acusação²⁵, que ponderou, entretanto, que tal valor não chegaria à metade do menor sobrepreço que identificou (i.e. R\$ 640 milhões). Quanto a isso, ressalto que, na apreciação quanto a essa vantagem de certo modo “embutida” no fechamento da Aquisição Itaú, não me parece fazer sentido considerar tal montante bruto, mas sim o líquido (de **R\$ 209 milhões**, segundo apontado pelas Defesas), que reflete a “vantagem” efetiva para a Companhia.

65. Além disso, chama atenção o fato de que a referida “segunda melhor proposta” recebida pela Gerdau, de outro banco, com relação à estruturação do FIDC, consta dos autos como sendo a datada de 19.12.2014, que foi encaminhada, em 25.06.2015²⁶, aos Conselheiros para auxiliá-los no processo de aprovação da operação, a qual continha ressalva expressa no sentido de que se tratava de “proposta indicativa” (não vinculante), considerando o cenário de existência das ações judiciais e que o proponente estaria disposto a negociar com base na análise da documentação pertinente²⁷.

66. Por outro lado, pelo cronograma de tratativas apresentado à SEP pela Companhia²⁸, de fevereiro 2015 em diante foram realizadas várias reuniões entre a Gerdau, o Itaú BBA e os assessores jurídicos do banco, para entendimentos acerca das referidas ações judiciais. Quando cotejadas a proposta final apresentada pelo Itaú BBA e a proposta apresentada pelo outro banco para a estruturação de cessão dos Direitos Creditórios via FIDC, observa-se um desequilíbrio do nível de informação considerado pelos respectivos proponentes, que, a meu ver, afeta o grau de comparabilidade das propostas.

67. Veja-se que, mesmo que considerada a taxa de câmbio da véspera da RCA e a vantagem decorrente das condições mais competitivas com relação ao FIDC, ainda restava aos Conselheiros a constatação de sobrepreço em montante superior a duas centenas de milhões de reais, que se dizia ser apenas “aparente” se considerada a Aquisição Itaú em conjunto com a Aquisição Arcelor.

68. Além desses aspectos, as Defesas sustentam que também devem ser computados (i) o benefício esperado com o aproveitamento fiscal do ágio nas futuras incorporações das Controladas

²⁵ “Uma avaliação mais cuidadosa mostra que, de fato, a proposta do Itaú para a constituição do Fundo foi melhor que a segunda melhor proposta em cerca de R\$ 317 milhões. Entretanto, tal valor não chega à metade do menor sobrepreço identificado nos parágrafos anteriores” (Termo de Acusação, Doc. SEI 0125258, fls. 11, item 79).

²⁶ Proposta anexa ao email enviado por André Pires, em 25.06.2015, aos membros do CA (fls. 375).

²⁷ Conforme introdução/premissas da proposta de 19.12.2014: “Buscando evitar gastos desnecessários, foi solicitado pelo Grupo Gerdau a apresentação da presente Proposta Indicativa que leva em conta apenas o cenário de existência das 7 Ações Judiciais mencionadas acima, não tendo sido analisado pelo J. Safra qualquer documentação relativa a tais ações, com exceção de alguns documentos relativos ao processo judicial nº (...). Por tal razão, a Proposta Indicativa ora apresentada serve tão somente o propósito de indicar a estrutura preliminar e condições sob as quais o J. Safra estaria disposto a negociar com o grupo Gerdau para aquisição, administração e gestão das Ações Judiciais de modo integral ou parcial, a depender da posterior análise destes e da mensuração efetiva do valor envolvido” (fls. 376).

²⁸ Resposta da Gerdau, datada de 19.11.2015, ao Ofício nº 254/2015/CVM/SEP/GEZ-4 (fls.213-223),



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

pela Gerdau, cuja reestruturação e simplificação da estrutura societária constituía um dos objetivos da Companhia com as Aquisições; e (ii) a preexistência de um planejamento estratégico da Companhia para a consolidação de sua participação nas Controladas, visando à sua incorporação.

69. No que tange ao aproveitamento fiscal do ágio pago pela Gerdau nas Participações Itaú em eventual operação de incorporação das Controladas que viesse a ocorrer no futuro como se almejava, as Defesas asseveram que esse corresponderia a aproximadamente **R\$ 390 milhões**²⁹.

70. Com efeito, se o objetivo das Aquisições era o de concentrar a participação da Gerdau nas Controladas para, no futuro, transformá-las em suas subsidiárias integrais e incorporá-las, cabia sim a análise dos impactos fiscais decorrentes da operação, inclusive quanto aos benefícios que poderiam vir a ser alcançados com o aproveitamento do ágio.

71. Observo que não há qualquer menção ao tema nem ao valor do possível benefício nos materiais enviados ao CA constantes dos autos. Isso não quer dizer que não tenham sido considerados para fins de avaliação pelos Conselheiros, como de praxe em operações da espécie, mas apenas noto que não foi destacado como justificativa do sobrepreço.

72. O Relatório Booz Allen, trazido aos autos pela defesa dos Conselheiros com Vínculo, mostra que havia um planejamento estratégico anterior envolvendo a simplificação da estrutura societária do Grupo Gerdau. Ademais, como apurado posteriormente, duas das quatro Controladas vieram a ser de fato incorporadas pela Companhia em 2017, a Gerdau Aços Especiais e a Gerdau América Latina³⁰, cumprindo, ao menos em parte, o objetivo almejado.

73. Como dito, não se trata de uma abordagem pura e simples do valor nominal do preço, portanto, considerações dessa natureza se prestam a relativizar certas ponderações quanto aos valores nominais em questão. Por outro lado, entretanto, isso também não implica uma dedução automática na equação do suposto sobrepreço, como se fosse uma parcela a ser por certo recuperada pela Companhia. Afinal, tratava-se de expectativa de aproveitamento fiscal do ágio, a depender de evento futuro, que poderia não se concretizar, de forma que sua ponderação também envolvia certa cautela, tanto que duas das incorporações sequer chegaram a se concretizar.

74. Outro argumento trazido pelos Conselheiros com relação à avaliação do preço das Participações Itaú diz respeito à previsão, no Contrato de Cessão dos Direitos Creditórios, da possibilidade de a Gerdau vir a receber o equivalente a 80% de eventual diferença positiva entre o

²⁹ “[A] diferença entre o preço pago ao Itaú (R\$ 1.691 milhões) e o valor patrimonial (R\$ 541 milhões) das participações adquiridas corresponde a R\$ 1.150 milhões. Pode-se estimar que 34% deste montante representará um benefício em termos de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido, correspondendo a aproximadamente R\$ 390 milhões” (Doc. SEI 0184204, fls. 17, item 74).

³⁰ Conforme AGE de 29.12.2017, disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

valor efetivamente recebido pelo FIDC pelos Direitos Creditórios e o valor pago quando da respectiva cessão, devidamente atualizados, conforme fórmula indicada no contrato (isso é, uma possibilidade de captura de “upside”), que, segundo as Defesas, poderia chegar a **R\$ 329 milhões**.

75. Embora seja natural que tal possibilidade tenha sido um dos fatores também considerados no exame da Aquisição Itaú, tratava-se de expectativa, cujo valor era de difícil aferição e não há elementos nos autos que indiquem que tal ganho era efetivamente esperado, tampouco referência ao referido valor no material apresentado ao CA por ocasião da RCA. Além do que, eventual ajuste a ser recebido pela Gerdau nesse contexto não estaria propriamente relacionado ao valor dos ativos adquiridos, mas sim ao valor dos Direitos Creditórios, que então se constataria terem sido cedidos por menos do que valiam.

76. Os Direitos Creditórios não eram ativos dotados de liquidez e havia risco de recebimento a maior ou a menor, o que justificava a previsão de ajuste do preço “em favor do Fundo ou da Cedente”, a depender da verificação das premissas fundamentais consideradas pelas partes, como previsto no contrato de cessão celebrado entre a Gerdau e o FIDC³¹. Ademais, no Q&A apresentado ao CA sobre a operação esclareceu-se que “[o]s créditos da Eletrobrás não estavam reconhecidos no Balanço da Companhia, pois se enquadravam como Ativos Contingentes (não atendem o critério de “ativo praticamente certo” de acordo com as normas do IFRS).”³²

77. Da mesma forma que a Gerdau poderia vir a receber valores por eventual diferença positiva que viesse a ser verificada, estava obrigada a restituir ao FIDC eventual diferença negativa entre o valor de investimento e o valor efetivamente recebido. Em que pese o FIDC possa ter representado, como dito, uma vantagem comparativa, o risco de não recebimento dos ativos subjacentes (i.e. dos Direitos Creditórios) no prazo em que estimado não foi transferido ao Itaú, que, caso não recebesse os valores avançados via realização pelo FIDC, os receberia da Gerdau, não tendo esse aspecto sido alterado pela estruturação da forma de pagamento. Assim, em que pese ser elemento de ponderação, a expectativa de eventual *upside* via FIDC também não se traduz em redução automática do sobrepreço apontado e eventual *downside* também deveria ser considerado.

78. De resto, em argumento trazido posteriormente pelas defesas dos Conselheiros foi traçado um paralelo entre o preço médio pago por ação de cada uma das Controladas em operações de aquisição ou permuta, ocorridas no período de **2005 a 2014** (devidamente atualizados pela Taxa DI), e o preço médio pago por ação das Controladas na Aquisição Itaú, concluindo por certa compatibilidade de valores, alegando que, embora a Gerdau tenha pago mais caro pelas

³¹ Cláusula 3.1 do Contrato de Cessão de Direitos de Crédito e Outras Avenças (fls. 538).

³² Questão número 11 do “Q&A – Fato Relevante, versão 1 – 03/07/2015” (fls. 519-520).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Participações Itaú, outras partes independentes já estiveram dispostas, no passado, a pagar preço semelhante pelos mesmos ativos.

79. Tal argumento, a meu ver, é de difícil aproveitamento na presente discussão, pois as Defesas não forneceram todos os dados necessários para a análise que se propuseram a fazer, tendo se limitado a apresentar apenas o preço médio pago naquelas operações do passado, atualizado pela Taxa DI. E mais do que isso, trata-se de referência a operações ocorridas ao longo de período muito longo (de quase dez anos), sob circunstâncias distintas, sem qualquer detalhamento e, ademais, não compunham os dados apresentados ao CA para a deliberação.

80. Note-se, ainda, que o patamar do preço total pago pela Gerdau não passou despercebido pelos analistas de mercado, que foram predominantemente críticos em relação às Aquisições, naquele momento ainda analisadas apenas no conjunto, embora tenham também reconhecido alguns de seus pontos positivos. Como exemplo, vale citar os relatórios do BTG Pactual e o do Credit Suisse, constantes dos autos. Do ponto de vista estratégico, a operação não foi questionada, mas sim o preço pago pelas participações.

81. O relatório do BTG Pactual³³ reconhece o esforço da administração da Gerdau em simplificar a estrutura societária da Companhia, reduzindo custos e aumentando a sinergia do Grupo Gerdau, mas apontou ter sido excessivo o preço pago pelas Participações – um múltiplo de preço/patrimônio líquido de 1.1 vezes, enquanto as ações de emissão da Gerdau estavam sendo negociadas a 0.4 vezes.

82. O relatório do Credit Suisse³⁴ reconhece a vantagem obtida nas Aquisições com a estruturação do FIDC, uma vez que os Direitos Creditórios não haviam sido considerados na avaliação da Companhia, mas afirma que, mesmo assim, se descontado o valor equivalente ao FIDC, a Gerdau ainda teria pago um valor alto pelas participações – segundo esse relatório, um múltiplo de preço/patrimônio líquido de 1.0 vezes, enquanto as ações de emissão da Gerdau estavam sendo negociadas a 0.4 vezes.

83. Por todo o exposto até aqui, não me parece possível ignorar que, mesmo consideradas as Aquisições em seu conjunto, como defendido pela administração da Companhia – o que levaria a uma consideração sobre o preço médio das participações adquiridas e não ao preço pago em cada uma das Aquisições –, a precificação suscitava perplexidades. É que, quando examinadas em separado, o preço da Aquisição Itaú mostra-se desarrazoado, especialmente quando comparado ao da Aquisição Arcelor, que serve como importante elemento de referência, ainda que não seja tomado como único aspecto para concluir pela ocorrência de irregularidades na aprovação da Aquisição Itaú.

³³ Doc. SEI 0125083, fls. 36.

³⁴ Doc. SEI 0125083, fls. 46-47.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

84. Além disso, o preço pago pelas Participações Itaú, mesmo tendo se revelado mais próximo da faixa de valor máximo apontada pelo Laudo Apsis do que pressupôs a Acusação inicialmente, refletiu sobrepreço bastante significativo com relação à avaliação do valor econômico das Participações Itaú. E, ainda, o preço pago à Arcelor, se considerados proporcionalmente os valores indicados no Laudo Apsis, estaria abaixo da faixa inferior apontada.

85. Tendo em vista que a Aquisição Itaú estava, no mínimo, balizada pelo Preço de Exercício da PUT oponível à INDAC e garantida pela Metalúrgica Gerdau, cabia aos Conselheiros uma análise ainda mais cautelosa e criteriosa do que se a operação não tivesse tal balizamento, a fim de perquirir seu alinhamento com o interesse da Companhia.

86. Retornarei a esse ponto mais adiante, na seção que trata da infração ao disposto no art. 154 da LSA, com relação especificamente à conduta dos Conselheiros. Antes, porém, passo ao exame das imputações de responsabilidade pelo descumprimento dos art. 245 da LSA e, na sequência, pela infração ao art. 156 da LSA.

IV. ART. 245 – OPERAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS

87. A Acusação reputou ter ocorrido infração pelos Conselheiros ao disposto no art. 245 da LSA de forma combinada com o art. 154 da mesma lei, tomando como premissa seu entendimento de que a Aquisição Itaú “foi, na verdade, uma transferência de obrigações entre a Indac e a Gerdau”³⁵ e, portanto, uma operação entre partes relacionadas.

88. A SEP atribuiu, assim, aos Conselheiros, responsabilidade por suposta infração ao art. 245 ao terem aprovado a Aquisição Itaú em condições não comutativas, ressaltando que os Conselheiros não apenas sabiam da existência da PUT, como assumiram que levaram em consideração o seu conteúdo, tendo em vista que o Preço de Exercício se refletiu no preço da Aquisição Itaú, fazendo com que a Gerdau arcasse com um ônus que não era seu, mas de suas Controladoras. Para a Acusação, a infração restou ainda mais clara pela análise do sobrepreço verificado e pelo contraste com a Aquisição Arcelor.

89. Consoante o disposto no art. 245 da LSA, “os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas” (grifei). O dispositivo legal trata de operações celebradas entre partes relacionadas.

³⁵ Item 104 do Termo de Acusação (Doc. SEI 0125258, fls. 13).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

90. Como é cediço, o conceito de “partes relacionadas” pressupõe a existência de vínculo entre as partes, do qual resulte uma relação de dependência ou de significativa influência, que abre espaço para a realização das negociações em condições não comutativas. Nesse sentido:

“Inicialmente, me parece oportuno esclarecer que, para fins contábeis, conforme pronunciamento aprovado pela Deliberação CVM nº 26/86: ‘parte relacionada são as entidades (físicas ou jurídicas) com as quais uma companhia tenha a possibilidade de contratar (no sentido lato deste termo) em condições que não sejam as de comutatividade e independência que caracterizam as transações com terceiros alheios à companhia, ao seu controle gerencial ou a qualquer outra área de influência’.

Por essa conceituação, verifica-se a importância do controle ou influência significativa da gestão operacional de uma das partes sobre a outra, **de maneira que uma delas se torne impossibilitada de decidir em favor de seus próprios interesses**. A impossibilidade resulta do controle exercido por uma das partes, a qual determina a definição de condições de negociação. O conceito de partes relacionadas abrange, assim, toda entidade (no conceito contábil, naturalmente) física ou jurídica, desde que haja qualquer vínculo entre as partes, do qual resulte uma relação de dependência ou significativa influência que permita a possibilidade das negociações não serem realizadas, como se fossem praticadas com terceiros, alheios à entidade.

Contudo, deve-se notar que o fato de duas entidades serem partes relacionadas não implica, necessariamente, que as condições entre elas provoquem qualquer condição de favorecimento. Mas o fato de serem relacionadas importa na necessidade de uma análise mais cautelosa e criteriosa das transações entre elas realizadas, notadamente à luz do artigo 245 da Lei nº 6.404/76.³⁶ (Grifei)

91. Não resta dúvida de que a Aquisição Itaú teve repercussões diretas e imediatas para as Controladoras, uma vez que a venda das Participações Itaú para a Gerdau implicou na perda de objeto da PUT. Contudo, a meu ver, isso não insere a Aquisição Itaú no escopo do art. 245.

92. Há elementos nos autos a comprovar que a Aquisição Itaú não só foi contratada, mas também foi negociada, entre a Gerdau e o Itaú, que são partes independentes. As Controladoras, embora diretamente afetadas pelo resultado da Aquisição Itaú, não participaram das negociações nem figuraram na operação, de modo que não se trata propriamente de transação "entre" partes relacionadas, mas operação com reflexos que alcançam partes relacionadas, o que é distinto.

93. Ademais, em que pese o já referido balizamento de preço, as condições de pagamento negociadas entre a Gerdau e o Itaú foram distintas da prevista na PUT (em que o pagamento integral era exigível em dinheiro e à vista). Portanto, não estava a Gerdau negociando com uma parte relacionada e impossibilitada de decidir em favor de seu próprio interesse, embora ainda

³⁶ Trecho do voto do ex-diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, no PAS CVM nº 17/00, j. 14.04.2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

reste analisar se teria concordado com preço excessivamente oneroso, deixando prevalecer na decisão de aquisição interesse estranho à Companhia.

94. Concluo, portanto, que não cabe responsabilização por ofensa ao disposto no art. 245. Eventual irregularidade, a meu ver, estaria abarcada pelo art. 154 da LSA, se caracterizada a atuação dos Conselheiros com desvio de finalidade, o que será analisado mais adiante.

V. ART. 156 – CONFLITO DE INTERESSES

95. Especificamente com relação aos Conselheiros Com Vínculo, a Acusação entendeu que, por estarem em situação de conflito de interesses, ao terem deliberado sobre a aprovação da Aquisição Itaú, teriam infringido o disposto no art. 156 da LSA, que prevê impedimento de voto.

96. Em síntese, a SEP considerou que: (i) a estrutura de controle das empresas do Grupo Gerdau era familiar e membros da família dos Conselheiros Com Vínculo ocupavam os principais cargos da administração das empresas do grupo; (ii) os Conselheiros Com Vínculo atuavam também em cargos na administração das Controladoras, exceto Richard Gerdau, que, embora formalmente externo à administração da INDAC, atuou como seu procurador na celebração de aditivos à PUT; (iii) os “proprietários” da INDAC eram, em última instância, os próprios pais dos Conselheiros Com Vínculo; e (iv) os benefícios que a Aquisição Itaú traria para as Controladoras, por eximi-las do cumprimento de suas obrigações no âmbito da PUT, constituíam benefícios particulares, a colocar os Conselheiros Com Vínculo em situação de conflito de interesses.

97. A premissa que ampara esta acusação é a de que o interesse econômico que os Conselheiros Com Vínculo tinham na INDAC, por serem “herdeiros diretos” dos controladores finais, faz com que os interesses de seus pais devam ser tratados como interesses pessoais dos Conselheiros Com Vínculo. Para a SEP, diante disso, “não é possível afirmar” que os Conselheiros Com Vínculo, deliberando sobre a operação, deixariam de levar em conta tais interesses.

98. Ainda que o interesse das Controladoras em se eximir das obrigações decorrentes da PUT seja elemento fundamental para a análise da irregularidade atribuída pelo descumprimento do disposto no art. 154, entendo que, para fins do impedimento de voto de que trata o art. 156, não se pode tratá-lo como “interesse pessoal” dos referidos administradores.

99. Não se está a tratar de conflito de interesses da Metalúrgica Gerdau, como garantidora da PUT, caso a deliberação sobre a Aquisição Itaú fosse matéria de alçada da assembleia de acionistas da Companhia, nem de conflito de interesses das Controladoras que, direta e indiretamente, elegeram os Conselheiros Com Vínculo. O art. 156 trata do conflito de interesses dos próprios administradores, enquanto pessoas naturais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

100. Consoante o disposto no art. 156 da LSA, “**é vedado** ao administrador *intervir em qualquer operação social **em que tiver interesse conflitante** com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores” (grifei).*

101. Para fins desse artigo, o interesse conflitante com os da companhia deve ser, necessariamente, o interesse particular do administrador. Por “interesse particular”, em linha com os precedentes da CVM, entende-se o interesse pessoal do administrador, enquanto pessoa natural, ou, por extensão, os interesses de partes a ele relacionadas, como, por exemplo, uma pessoa jurídica na qual tenha interesse, ou mesmo um parente próximo, mas isso quando esses forem contrapartes da companhia para qual o administrador atua.

102. Nesse sentido, destaco a seguinte passagem do voto da então Diretora Ana Dolores de Novaes em caso em que o alcance do art. 156 foi discutido:

“Não se está abordando **neste artigo eventual interesse do acionista que elegeu este administrador, questão endereçada no art. 154, §1º, da [Lei nº 6.404/1976]**. O administrador é obrigatoriamente pessoa física (art. 145). Portanto, **o conflito de interesses do art. 156 é em relação à pessoa física do administrador** e ocorre, por exemplo, quando há uma transação/operação social sendo negociada **com a companhia na qual o administrador:**

- i. seja parte da contrato/operação; ou
- ii. tenha consciência acerca de um interesse à época da operação; ou
- iii. **sabia que uma parte relacionada dele** (p. ex. parente próximo ou sociedade na qual ele tem interesse) **era parte do contrato/operação e tinha um interesse.**

Nesses casos, tendo em vista o **interesse peculiar do administrador** na realização do negócio, há de se pôr em dúvida a sua isenção para avaliar, à luz do interesse comum dos acionistas, se a transação, ao preço e nos demais termos submetidos à administração, deve ser aprovada.³⁷ (Grifei)

103. Ressalte-se que, consoante entendimento reiterado do Colegiado da CVM³⁸, o art. 156 da LSA trata de conflito de interesses formal, ou seja, que deve ser verificado *a priori* (e não à luz do sentido do voto proferido), de modo que o administrador está impedido de participar da deliberação em que tenha interesse pessoal conflitante com o da sociedade para a qual atua. Talvez justamente em função da consequência prevista (impedimento) pelo conflito definido *ex ante* é que tenha se adotado nos precedentes da CVM uma abordagem mais restritiva do alcance do conflito de interesse do administrador para fins do art. 156, não abrangendo, por exemplo, qualquer

³⁷ Voto da ex-diretora Ana Dolores de Novaes, no PAS CVM nº 09/2006, j. 05.03.2013.

³⁸ Nesse sentido, ver Processo CVM nº RJ2004/5494, j. 16.12.2004; PAS CVM nº 12/2001, j. 12.01.2006; Processo CVM nº RJ2007/3453, j. 04.03.2008; PAS CVM nº RJ2013/1840, j. 15.04.2014; PAS CVM nº RJ2013/11699, j. 02.09.2014; PAS CVM nº 09/2009, j. 21.07.2015; Processo CVM nº SP2015/0339, j. 25.09.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

situação em que se verifique potencial falta de isenção, o que não corresponde à abordagem que tem prevalecido nos julgamentos do Colegiado.

104. Também em linha com os precedentes da CVM, cabe reconhecer que o art. 156 da LSA não está a tratar de situações em que o administrador simplesmente ocupe, concomitantemente, cargos na administração de companhias pertencentes ao mesmo grupo econômico, ou mesmo situações em que seu assento no CA tenha sido resultado de indicação do acionista controlador da companhia para a qual atua³⁹. Essas situações, a depender das particularidades envolvidas, podem ser elementos aptos a ser considerados na apuração de uma eventual atuação desleal ou com desvio de finalidade, mas não para configurar, de *per se*, a existência de um interesse particular do administrador para fins do art. 156 da LSA.

105. Referido dispositivo tampouco objetiva engessar a atuação de administrador pertencente à família que controla o grupo econômico do qual faz parte a companhia para a qual atua. Como bem destacado nas defesas dos Conselheiros Com Vínculo, a CVM já se manifestou diversas vezes⁴⁰ a respeito da impossibilidade de se presumir uma irregularidade apenas pela existência de relação de parentesco, sendo necessário que essa informação se some a outros indícios que, juntos, formem prova suficiente para configurar a irregularidade.

106. Assim, em que pesem os estreitos vínculos familiares dos Conselheiros Com Vínculo com os controladores finais do Grupo Gerdau e o fato de que dois deles exerciam, concomitantemente, cargos na administração das Controladoras, deve-se ter em conta também que a Aquisição Itaú não tinha como contraparte as Controladoras, não se tratando de transação entre partes relacionadas, e que, no caso de desvio para privilegiar interesses reflexos das Controladoras derivados da possível extinção da PUT, a irregularidade de que se trata seria a de desvio de finalidade, ou seja, de descumprimento ao art. 154 da LSA.

107. Por essas razões, considero que não se configurou infração ao disposto no art. 156 da LSA pelos Conselheiros Com Vínculo.

³⁹ “Vale ressaltar que *não* se considera que o administrador esteja necessariamente atuando em conflito de interesses em situações que envolvam o interesse do acionista que o elegeu. De fato, a regra prevista no artigo 156 da Lei das S.A. refere-se aos casos em que o administrador tenha interesse pessoal ou venha a ser diretamente beneficiado pela deliberação a ser tomada” (Grifei) (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. In: Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 3ª Ed. rev. e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 476)

⁴⁰ Nesse sentido, PAS CVM nº 2000/0389, j. em 07.05.2002; PAS CVM nº 06/01, j. em 09.04.2004; PAS CVM nº 13/00, j. em 17.04.2012; PAS CVM nº 25/04, j. 30.09.2008; PAS CVM nº 11/08, j. 21.08.2012; e PAS CVM nº RJ2012/11002, j. 08.12.2016.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

VI. ART. 154 – DESVIO DE PODER

108. A Acusação imputou aos Conselheiros responsabilidade pelo descumprimento do dever fiduciário de atuar “para lograr os fins e no interesse da companhia”, em infração ao art. 154.

109. Entendeu a SEP que os Conselheiros atuaram com desvio de poder por terem se desalinhado do interesse da Gerdau, ao aprovar a Aquisição Itaú por preço economicamente injustificável, operação que teria representado, na verdade, a assunção pela Companhia da obrigação decorrente da PUT, a qual essa não estava juridicamente vinculada, a fim de eximir suas Controladoras do cumprimento de obrigações decorrentes da PUT.

110. É pertinente repisar que, de fato, a Companhia não tinha obrigações com relação à PUT, seja perante suas Controladoras seja em face do Itaú. É bem verdade que tanto a Acusação quanto as Defesas reconhecem que a operação que deu origem à PUT traduziu-se, em essência, em operação estruturada que emulava uma espécie de financiamento, cujos recursos desembolsados pelo Itaú financiaram, em última análise, investimentos da Companhia.

111. Contudo, independentemente da destinação à Companhia dos recursos originalmente desembolsados pelo Itaú, é forçoso reconhecer que, sob o prisma jurídico, a “devedora do financiamento” (por assim dizer, fazendo referência à parte que tem a obrigação de “repagamento”, neste caso, de pagamento em caso de exercício da PUT) era a INDAC, pois foi ela que assumiu essa obrigação, por sua vez, garantida pela Metalúrgica Gerdau.

112. Note-se que, em contrapartida, o Itaú pagou à INDAC prêmios pela outorga da PUT, pagamentos que, inclusive, se repetiram quando das prorrogações e renovações da opção. O Instrumento da PUT celebrado em 31.05.2010⁴¹ previa o pagamento de prêmio de R\$ 10,9 milhões e Data de Exercício em 29.05.2015. Já o aditivo celebrado em 27.05.2015⁴² estipulou pagamento de prêmio de R\$ 500 mil e prorrogou a Data de Exercício para 30.06.2015. O aditamento de 29.06.2015⁴³ alterou a Data de Exercício para 10.07.2015 e foi cobrado prêmio de R\$150 mil. Por fim, o quarto e último aditamento, celebrado em 08.07.2015⁴⁴, estipulou prêmio de R\$ 500 mil e prorrogou a Data de Exercício para 07.08.2015.

113. A própria defesa dos Conselheiros com Vínculo afirmou que “a Operação, **que não envolve o controlador**, representa apenas algo equivalente ao **desfazimento de outra operação prévia**, com a mesma parte independente que é o Itaú” (grifos do original⁴⁵). Ou seja, reconhecem

⁴¹ Cláusula 4.1 (DOC SEI nº 0125088, fls. 342-349).

⁴² Cláusula 4.1 (DOC SEI nº 0125088, fls. 354-359).

⁴³ Cláusula 4.1 (DOC SEI nº 0125088, 361-364).

⁴⁴ Cláusula 4.1 (DOC SEI nº 0125088, fls. 366-370).

⁴⁵ Item 51 da defesa dos Conselheiros com Vínculo e dos DRIs (Doc. SEI 0184204).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

a estreita correlação entre a Aquisição Itaú e o “aporte” feito em 2005, que corresponderia, em essência, a um financiamento para a Companhia.

114. Claro que, tecnicamente, não se fala em “repagamento de financiamento”. Mas, do ponto de vista econômico, a PUT assegurava ao Itaú uma saída do investimento com garantia de renda fixa e, na hipótese em que, no período em questão, as ações se valorizassem mais do que a renda fixa assegurada, o exercício da Opção de Venda se tornaria desinteressante para o Itaú e, vencida a PUT e não exercida, as Controladoras estariam desoneradas de suas obrigações e o Itaú sairia do investimento (se assim o desejasse) alienando as Participações Itaú por preço superior a terceiros.

115. Por outro lado, na hipótese de a valorização das ações ser inferior à referida renda fixa no período, a saída do investimento através do exercício da PUT é que se tornava, financeiramente, mais interessante para o Itaú, salvo se pudesse obter o mesmo retorno assegurado pela PUT por meio da alienação a *outrem* das Participações Itaú, que foi, em linha gerais, o que ocorreu neste caso. É certo que as condições de pagamento da Aquisição Itaú foram diferentes do que teriam sido no caso de exercício da PUT, o que também não é de se estranhar, pois negociações da espécie, em regra, levam em conta tanto aspectos financeiros quanto comerciais.

116. É neste contexto que analisamos se houve desvio de poder por parte dos Conselheiros na aprovação da Aquisição Itaú, que, como já dito, foi aprovada por unanimidade, na RCA de 13.07.2015, da qual participaram e deliberaram tanto os Conselheiros Com Vínculo quanto os Conselheiros Sem Vínculo (incluindo os Conselheiros Independentes).

117. Conforme também já abordado, tratou-se de decisão eminentemente negocial, o que, todavia, em que pese a deferência que a CVM deve manter com relação a esse tipo de decisão, não exime os Conselheiros de terem sua decisão analisada no mérito.

118. Não se cuida aqui de exame de falha procedimental por falta de diligência (art. 153), mas sim de acusação de desvio de poder (art. 154), em operação que impactava diretamente interesse das Controladoras, impondo a todos os Conselheiros um *standard* de conduta ainda mais elevado, a evitar que interesses das Controladoras se confundissem com os da Gerdau, em detrimento dessa⁴⁶.

119. Ressalto, desde já, que, embora estejamos diante de questionamento acerca da regularidade da aprovação da Aquisição Itaú à luz da defesa do interesse da Companhia, a irregularidade ora examinada não apresenta características tão flagrantes como em outros casos em que a CVM analisou a infração ao art. 154 da LSA⁴⁷.

⁴⁶ v. PAS CVM nº RJ2005/7229, Rel. Marcelo Trindade, j. em 10.05.2006.

⁴⁷ Nesse sentido: PAS CVM nº 02/2011, j. em 08.12.2015; PAS CVM nº RJ2012/3110, j. em 14.02.2017; e PAS CVM nº 14/2009, j. em 11.08.2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

120. Pelos elementos trazidos aos autos, havia também objetivos estratégicos bem delineados, não se podendo dizer que a Aquisição Itaú tenha sido arquitetada com o único e exclusivo fim de livrar as Controladas das obrigações por essas assumidas na Opção de Venda.

121. Consoante refletido no Fato Relevante, as Aquisições tinham como justificativa estratégica o aumento da participação acionária nas Controladas⁴⁸ com vistas (i) à possível transformação dessas, no futuro, em subsidiárias integrais ou sua incorporação; (ii) a consolidar o recebimento de dividendos; e (iii) a proporcionar maior facilidade de acesso ao mercado de capitais.

122. Não deixo de reconhecer que tais motivações existiam e eram legítimas, coerentes e consistentes com o movimento estratégico da Companhia, que já havia se iniciado em períodos anteriores⁴⁹. Isso, entretanto, a meu ver, não esgota a análise acerca da infração.

123. Nesse ponto, entendo que a análise deste caso volta a se entrelaçar umbilicalmente com toda a discussão já detalhada sobre valores e condições de pagamento da Aquisição Itaú, na medida em que não é razoável considerar, mesmo à luz dos legítimos objetivos estratégicos da Companhia, que o alinhamento da aquisição das Participações Itaú com o interesse da Companhia estivesse presente a qualquer preço e sob quaisquer condições.

124. Obviamente, essa não seria sequer a linha de defesa dos Conselheiros, que alegam ter agido no melhor interesse da Companhia, por entender que o valor de R\$1,69 bilhão, pago ao Itaú, nas condições de pagamento contratadas, consubstanciava, a seu ver, preço adequado e não excessivo, razão pela qual entendem que atuaram em linha com os seus deveres fiduciários.

125. Entendo que à CVM não cabe analisar a Aquisição Itaú sob a perspectiva do que seriam condições ideais de contratação, tampouco de avaliar resultados financeiros ou verificar se foram concretizados a *posteriori* os objetivos inicialmente almejados, que poderiam até mesmo se frustrar sem que isso implicasse em qualquer irregularidade, sendo certo que o cumprimento dos deveres fiduciários não se traduz em obrigação de resultado, mas de meio.

126. Com efeito, o desvio de finalidade poderia ser afastado, independentemente dos resultados gerados pela operação para a Companhia, se as justificativas apresentadas para fundamentar o investimento fossem consideradas plausíveis e racionais no contexto da operação.

⁴⁸ Como destacado pelas Defesas, entre os anos de 2005 e 2014, a Companhia realizou uma série de permutas e aquisições de participações minoritárias nas Controladas, elevando sua participação de aproximadamente 89% para aproximadamente 94% do capital social dessas sociedades e, em 2015, após as Aquisições, essa participação passou para 99% do capital social das Controladas.

⁴⁹ Nessa linha, as Defesas tiveram êxito em demonstrar que a simplificação da estrutura societária do Grupo Gerdau não era novidade e que vinha ocorrendo desde o ano de 2005, a partir das conclusões e soluções apresentadas pela consultoria Booz Allen Hamilton, contratada, à época, para avaliar opções para gerar mais valor para os acionistas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

127. Pelos materiais constantes dos autos que foram apresentados aos Conselheiros para a tomada de decisão, reconheço que avaliaram a oportunidade e a viabilidade das Aquisições sob diversos aspectos, englobando, além dos objetivos estratégicos acima referidos, a estratégia de negócios da Gerdau e as condições de pagamento (*vis-a-vis* a situação patrimonial da Companhia).

128. Por outro lado, e não menos importante, avaliaram a Aquisição Itaú ao mesmo tempo em que deliberaram sobre a Aquisição Arcelor, portanto, com plena ciência da discrepância de preço. Além disso, entre os materiais examinados pelos Conselheiros constava o Laudo Apsis, a tratar de avaliação do valor econômico das ações das Controladas, objeto da operação, o que sem dúvida constitui um dos elementos importantes a serem considerados.

129. Independentemente de eventuais ressalvas que possam ser feitas quanto às limitações que estão presentes em avaliações da espécie ou das premissas que tenham sido adotadas (muitas vezes fornecidas pela administração das avaliadas), fato é que havia um laudo a valor econômico, por empresa especializada, que fora contratado pela própria Gerdau e apresentado como subsídio para a deliberação acerca da Aquisição Itaú pelos Conselheiros.

130. O Laudo Apsis, segundo a Acusação, apontava para uma faixa de preço cujo parâmetro **máximo** foi em muito superado pelo preço praticado na Aquisição Itaú, mesmo considerando os ajustes apontados pelas Defesas, tanto com relação à taxa de câmbio utilizada pela SEP para indicar a faixa de sobrepreço, quanto com referência à vantagem comparativa das propostas recebidas quanto ao FIDC. De todo modo, a faixa máxima de valor prevista no Laudo Apsis continuava sendo superada em mais de duas centenas de milhões de reais, só sendo diluída com o tratamento conjunto das Aquisições, na abordagem do preço médio de operações independentes.

131. Note-se que quando a Acusação apontou para a referida faixa de sobrepreço se referiu ao Laudo Apsis (ou seja, à diferença entre o preço praticado na operação e o valor apontado no laudo), não se confundindo com a questão da discrepância dos preços por ação praticados na Aquisição Arcelor, os quais a SEP reputou serem os melhores parâmetros do valor justo.

132. Nesse aspecto, ainda que concordando com as defesas no sentido de que as negociações com partes independentes estavam sujeitas a uma série de fatores e particularidades que não se comunicavam entre si e que levaram a condições distintas de negociação e contratação, não se pode ignorar, como dito, a relevante referência de valor que se extrai da Aquisição Arcelor, não havendo qualquer motivo, dentro de uma análise de racionalidade, para considerar que a Arcelor teria vendido barato suas participações a compensar, no conjunto, o alto preço fixado pelo Itaú.

133. Pelas razões já explicitadas, entendo que não cabe entrar aqui na discussão sobre as premissas e equações feitas na avaliação e precificação nem tampouco na oportunidade e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

conveniência de acoplar a estruturação do FIDC na composição das condições de pagamento, mas ressalto que não é preciso fazê-lo para analisar se, em linhas gerais, as justificativas quanto a precificação da Aquisição Itaú são plausíveis e racionais no contexto da operação.

134. Isso porque, mesmo sem refutar os referidos ajustes na aferição do sobrepreço com relação ao Laudo Apsis, não vejo como ignorar a magnitude do descolamento que restou demonstrado. Esse aspecto, em conjunto com a referência dada pela Aquisição Arcelor e com o fato de que a operação tinha como reflexo a extinção da PUT, me fazem concordar com a Acusação quando afirma que o preço de exercício da PUT não foi apenas um balizador, mas, implicitamente, é o que revela o próprio racional da operação: viabilizar a reversão do aporte do Itaú, saída a que esse tinha direito em decorrência da PUT, mas não oponível à Gerdau.

135. Em outras palavras, tais elementos me conduzem à constatação de que o preço da Aquisição Itaú não se mostrava economicamente justificável sob a perspectiva da compradora e ao reconhecimento de que prevaleceu, na aprovação pelos Conselheiros, o interesse de acomodar, em condições de pagamento viáveis para a Companhia, a operação de saída do investimento a que o Itaú tinha direito e não as justificativas estratégicas apresentadas.

136. As sucessivas postergações do vencimento da PUT na proximidade do fechamento da Aquisição Itaú reforçam e corroboram esse entendimento. Como relatado, originalmente, a PUT tinha vigência até 31.05.2006, tendo sido renovada por períodos sucessivos de um ano, até 2010, quando foi repactuada e passou a vencer em 29.05.2015. Em **27.05.2015**, **29.06.2015** e **08.07.2015**, a data de exercício foi sucessivamente prorrogada, tendo sido finalmente fixada em **07.08.2015**.

137. Cabe lembrar que a Gerdau não estava juridicamente vinculada à PUT, não integrando, portanto, o seu interesse, evitar o exercício da PUT.

138. Em minha visão, entretanto, pelas circunstâncias que se apresentaram, os Conselheiros da Gerdau, conhecedores dos termos da PUT e do objetivo do Itaú de sair do investimento, aprovaram a Aquisição Itaú mesmo a preço economicamente desarrazoado. Ainda que tenham buscado acomodar o excessivo sobrepreço dentro do que entenderam ser as melhores condições de pagamento possíveis. Em última análise, deixaram prevalecer o propósito de exoneração das obrigações das Controladoras, em detrimento da própria Companhia. Assim, o conjunto de todos os acionistas da Gerdau, incluindo os minoritários, acabou arcando com o ônus de um preço excessivamente alto que era oponível à INDAC e não à Companhia.

139. Ainda que esse não tenha sido o único propósito da Companhia com a operação, estou convencida de que foi o determinante para a aprovação da Aquisição Itaú.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

140. Não se trata aqui de responsabilizá-los por erro de julgamento nem por não ter a Companhia alcançado condições ideais para a aquisição das Participações Itaú. Tampouco está a infração relacionada a aferição de benefício particular, o que certamente sequer poderia ser alegado (e de fato, não foi) com relação aos Conselheiros Sem Vínculo.

141. A ofensa ao art. 154 verificou-se, a meu juízo, porque restou demonstrado que os Conselheiros dispunham de todas as informações acerca do preço exorbitante, o qual, por sua vez, compromete a racionalidade da operação, sob a ótica do interesse da Companhia, e conscientemente se pautaram pela premência de viabilizar a saída do Itaú ao preço pactuado na PUT. Não obstante a excessiva onerosidade da Aquisição Itaú, os Conselheiros optaram por validá-la, apenas mitigando-a por meio da aprovação de condições de pagamento que tornassem factível sua implementação pela Gerdau.

142. Tendo em vista que a atuação, a meu ver, foi intencional, cabe reconhecer que também estavam presentes e restaram demonstradas justificativas estratégicas a demonstrar a utilidade e a relevância dos ativos para a Companhia, o que levarei em consideração na dosimetria da pena.

143. Os Conselheiros, entretanto, têm deveres para com a Companhia e cabia-lhes assegurar que as repercussões da obrigação que não era da Gerdau não fossem arcadas, em última análise, por todos os acionistas, inclusive os minoritários, quando tal preço era oponível à Controladora.

144. Ainda que a Companhia tenha sido, no passado, a destinatária do "financiamento" que deu origem à PUT, não restaram para a Gerdau obrigações de "repagamento" de tal "financiamento" e eventual argumentação no sentido de que deveria arcar com o ônus da PUT estaria desalinhada com o interesse social, tendo em vista tal compromisso constituía obrigação das Controladoras.

145. De todo modo, cabe também considerar para fins de fixação da penalidade que este caso, diferentemente de diversos outros precedentes que ensejaram a análise de desvio de finalidade, não envolveu fraude nem operação realizada com o único propósito de lesar a companhia.

146. Por fim, releva destacar que o fato de a Aquisição Itaú ter sido aprovada pela unanimidade do CA, incluindo os Conselhos Sem Vínculo, com relação aos quais sequer se cogitou de conflito de interesses, não afasta nem reduz a responsabilidade de todos os Conselheiros. A infração pelo art. 154 não se deu (nem requer) pela aferição de benefício ou vantagem, seja direta ou indireta, por isso não se distinguindo, nesse aspecto, a situação dos Conselheiros pelo fato de pertencerem ou não à família dos controladores finais da Companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

147. A aprovação da Aquisição Itaú consubstanciou deliberação do órgão colegiado, sem que tenha havido qualquer ressalva por nenhum de seus membros e, assim, todos concorreram para a formação da vontade coletiva e devem responder pela referida irregularidade⁵⁰.

148. Por essas razões, voto pela responsabilização de todos os Conselheiros pela infração ao disposto no art. 154, por terem aprovado a Aquisição Itaú em desvio de finalidade.

VII. ART. 116, P.U. – EXERCÍCIO ABUSIVO DO PODER DE CONTROLE

149. A Acusação imputou às Controladoras responsabilidade por conduta omissiva em suposto exercício abusivo do poder de controle, em descumprimento do art. 116, p.u., da LSA.

150. A SEP considerou que, embora as decisões tenham se dado no âmbito do CA da Gerdau, as Controladoras, por terem deveres e responsabilidades perante os demais acionistas da Companhia, não poderiam ter deixado “de adotar providências compatíveis com a relevância e a gravidade dos fatos” relacionados à realização da Aquisição Itaú, ao terem “tomado conhecimento da proposta e da aprovação de realização de operação que iria beneficiá-las em detrimento da Gerdau S.A. e de seus acionistas”.

151. Em síntese, a Acusação imputou responsabilidade às Controladoras por terem se omitido com relação à contratação da operação realizada entre a Gerdau e o Itaú.

152. Em que pese tudo que já foi dito sobre os reflexos da Aquisição Itaú na extinção da PUT, por perda de objeto, concordo com as defesas no sentido de que não cabia à Metalúrgica Gerdau ou à INDAC - na qualidade de controladoras direta e indireta, respectivamente - interferir no processo decisório que era de alçada do CA da Companhia (e não uma operação sujeita à deliberação da assembleia). Tampouco deveria a INDAC tomar medidas para interferir na deliberação da Gerdau, por meio do controle que exercia sobre a Metalúrgica Gerdau.

153. Pelo contrário, parece-me que caso a Acusação tivesse reunido elementos a demonstrar que as Controladoras atuaram nas discussões havidas entre a Companhia e o Itaú, seja na discussão do preço ou das condições de pagamento, com vistas a de algum modo pressionar a Companhia a

⁵⁰ Tal tratamento encontra amparo na jurisprudência da CVM, a exemplo do PAS CVM nº 18/2008, j. 14.12.2010: “(...) Mas, desde já, devo lembrar que os conselheiros têm responsabilidade colegiada, salvo quando consignarem discordância sobre os atos praticados. Essa responsabilidade geral afeta, portanto, a todos os membros do Conselho, indistintamente”. E na doutrina: “[o] conselho de administração constitui órgão de deliberação colegiada (artigo 138); assim, a eficácia de sua manifestação de vontade depende de um ato coletivo, a deliberação, que vincula os seus membros. Não há, em princípio, manifestação individual de vontade de cada conselheiro, senão para formar a vontade coletiva. Da prática de atos irregulares por parte do órgão decorre a responsabilidade solidária de todos os seus membros. Para desonerar-se da responsabilidade o conselheiro deve consignar em ata sua discordância ou dar ciência por escrito ao órgão, ao conselho fiscal ou à assembleia geral” (EIZIRIK, Nelson. In A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 405-406).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

aprovar a Aquisição Itaú apenas para lhes eximir de cumprir a PUT, tal atuação configuraria uma interferência indevida no processo decisório da administração da Gerdau.

154. Ainda que eu discorde do argumento das Controladoras de que a operação teria sido aprovada por razões estranhas à existência da PUT e reconheça que as Controladoras e a Gerdau tinham administradores em comum (e que, portanto, a Aquisição Itaú era também de conhecimento de administradores das Controladoras), não restou demonstrada a atuação das Controladoras com vistas a intervir nas discussões e avaliações realizadas (atribuições que, repise-se, não lhes cabia exercer), tanto que a própria SEP as acusou por omissão.

155. A Acusação parece ter partido da presunção de que a Gerdau celebrou a Aquisição Itaú a mando das Controladoras. Contudo, se deparou com o seguinte: (i) o CA era composto por três Conselheiros Com Vínculo e os outros três Conselheiros Sem Vínculo, entre esses, dois Conselheiros Independentes, ainda que todos eleitos com o voto da controladora, e (ii) a operação foi aprovada por unanimidade. A competência era do CA e sequer havia maioria formada por conselheiros com vínculo com as Controladoras.

156. Não tendo reunido elementos probatórios (ainda que em prova indiciária) aptos a demonstrar a influência direta das Controladoras, a Acusação recorreu à imputação de responsabilidade por conduta omissiva.

157. Em que pese o Colegiado da CVM já tenha decidido no sentido de que é possível responsabilizar o acionista controlador por condutas omissivas⁵¹, em função dos deveres estabelecidos no art. 116, parágrafo único, da LSA, as situações devem ser analisadas caso a caso, em razão das particularidades que precisam ser consideradas a fim de definir precisamente em que circunstâncias a omissão do controlador é repreensível, o que, a meu ver, deve pressupor uma atuação exigível.

158. A despeito da conclusão já esposada de que os Conselheiros agiram com desvio de finalidade ao terem aprovado a Aquisição Itaú por preço excessivo, deixando prevalecer a necessidade de viabilizar a saída ao Itaú, tal infração ao art. 154 da LSA não pressupõe, automaticamente, abuso de poder pelas Controladoras, em descumprimento ao disposto no art. 116, ainda que seja de esperar que haja uma correlação.

159. Muito embora a prova de interferência ou influência concreta do controlador possa ser de difícil produção (e daí a importância de reunir indícios), não se pode simplesmente presumir que, se os Conselheiros agiram com desvio de finalidade para viabilizar a saída do Itaú, sem que

⁵¹ v. PAS CVM nº 18/2010, j. 26.11.2013; e PAS CVM nº RJ2015/10677, j. 07.02.2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

a PUT fosse exercida (e, portanto, em benefício das Controladoras), necessariamente assim agiram a mando das Controladoras.

160. Pode ter sido assim, mas essa não foi sequer a tese acusatória, o que explica a ausência de elementos ou a reunião de indícios no sentido de que as Controladoras interferiram nas negociações.

161. Ao contrário, as Controladoras foram acusadas por não terem exercido seu poder de controle para interferir na decisão do CA da Gerdau e, em última análise, evitar o fechamento da Aquisição Itaú, mas quanto a isso entendo que não cabe responsabilização das Controladoras.

162. Entendo que o juízo de conveniência e oportunidade da realização da Aquisição Itaú cabia à administração da Companhia. Às Controladoras cabia respeitar a autonomia do CA da Gerdau, na medida em que o respectivo estatuto social atribuía ao CA (e não à assembleia geral) competência para aprovar investimentos de tal natureza. Assim, não lhes seria exigível atuação no sentido de incentivar ou de impedir a contratação da Aquisição Itaú, ainda que a referida operação lhes impactasse positivamente.

163. Mesmo reconhecendo que o controlador, usualmente, tem o poder de exercer influência sobre as atividades da controlada e orientar o funcionamento dos respectivos órgãos sociais por meios que transcendem as deliberações assembleares e, portanto, de que sua atuação não se limita às assembleias gerais⁵², a SEP, como visto, não optou por seguir essa linha de acusação, não tendo as Controladoras sido acusadas por qualquer influência que tenham exercido, mas justamente por não ter exercido tal influência, que no caso, à luz da alçada devida, era incabível.

164. Dito isso, concluo pela improcedência da acusação formulada contra as Controladoras, de exercício abusivo do poder de controle.

VIII. ART. 157, §4º – DEVER DE INFORMAR

165. Por fim, passo a enfrentar a imputação de responsabilidade aos DRIs por violação ao dever de informar.

⁵² v. PAS CVM nº RJ2012/1131, j. 26.05.2015; e PAS CVM nº 13/2014, j. 05.11.2019. Neste último, o Diretor Henrique Machado destacou, em linha com precedentes da CVM, que o exercício do poder de controle pode ocorrer, também, mediante mecanismos informais de comunicação mantidos entre o controlador e os administradores, por meio dos quais são transmitidas orientações que, por vezes, podem não coincidir com os interesses da companhia controlada, hipótese na qual resta caracterizado o abuso. No referido caso, embora o controlador não tivesse praticado qualquer ato formal, decidiu-se no sentido de que as circunstâncias em que foram realizadas as operações questionadas – consideradas prejudiciais à companhia controlada – foram suficientes para comprovar a sua influência, pois as operações foram realizadas tão somente para beneficiá-lo de modo particular.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

166. Como relatado, as Aquisições foram informadas ao mercado por meio do Fato Relevante, divulgado em 14.07.2015, seguido dos esclarecimentos prestados por meio do Comunicado ao Mercado, divulgado em 17.07.2015. Cabe destacar que, no dia seguinte à divulgação do Fato Relevante, houve a substituição do DRI da Companhia. André Pires foi o responsável pela divulgação do Fato Relevante, enquanto Harley Scardoelli foi o responsável pelo Comunicado ao Mercado. O primeiro foi acusado por descumprimento ao art. 157, §4º, da LSA c/c art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009 e ao art. 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002, e o segundo apenas pelo descumprimento ao referido art. 14.

167. O Fato Relevante divulgou a realização das Aquisições, *“como parte das ações necessárias para adequação da Gerdau ao cenário de grande competitividade, e avanço na simplificação de processos e da estrutura societária da Gerdau”*, visando à *“possível transformação [das Controladas], no futuro, em subsidiárias integrais e/ou à sua incorporação; a consolidar o recebimento de dividendos; e a proporcionar a maior facilidade de acesso ao mercado de capitais”*⁵³. Contudo, reportou as Aquisições de uma maneira global, sem individualizar as condições negociais avençadas e as partes envolvidas, e também omitiu o fato de que o valor pago na Aquisição Itaú foi afetado pela PUT.

168. Já o Comunicado ao Mercado foi divulgado com o propósito de modo a esclarecer questionamentos de agentes do mercado recebidos pela Gerdau, especialmente acerca da identidade das contrapartes da Gerdau nas Aquisições, e se reportava também a veiculações na mídia relativas às Aquisições.

169. No Comunicado ao Mercado, a Companhia reiterou que *“sempre teve interesse em concentrar a participação em suas controladas operativas”* (e cita nominalmente as Controladas), *“embora não houvesse qualquer obrigação contratual de efetivar essas aquisições”*. Nesse sentido, reconhecendo seu *“objetivo de evitar interpretações indevidas”* (e note-se que, não à toa, o mercado já estava especulando acerca de operações com partes relacionadas), informou que os acionistas vendedores das participações foram o Itaú e a Arcelor e que, por isso, as Aquisições não consistiram em operações com acionista controlador ou com partes relacionadas. Por fim, no que se referiu *“ao momento e ao valor de negócio”*, asseverou que:

*“[D]ecorreram de oportunidades de mercado e, na percepção da administração, foram realizadas com preços adequados, levando-se em consideração: as avaliações econômicas, os instrumentos financeiros utilizados, os prazos de pagamento, a captura de valor através de um fluxo de caixa mais concentrado e a visão de longo prazo da Companhia.”*⁵⁴

⁵³ Doc. SEI 0125083, fls. 21.

⁵⁴ Doc. SEI 0125083, fls. 26.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

170. Para a Acusação, o Comunicado ao Mercado apresentou informações inconsistentes e incompletas, pois afirmou que não se trataram de operações com partes relacionadas, omitindo qualquer informação sobre a PUT e induzindo o mercado a erro.

171. Exceto pelo argumento de que a Aquisição Itaú consistiu numa transação com partes relacionadas (o que já foi afastado neste Voto), concordo com a Acusação quando afirma que o Fato Relevante e o Comunicado ao Mercado revelaram informações insuficientes ao mercado, tendo intencionalmente omitido informações relevantes e úteis para os investidores.

172. Não me convence o argumento apresentado pela Defesa de que a relevância da informação repousava tão somente sobre o fato de que, mediante o pagamento do preço global informado, a Gerdau passaria a deter mais de 99% do capital social das Controladas, com possíveis alterações da estrutura societária da Companhia, impactos na forma de recebimento de dividendos e na facilidade de acesso ao mercado de capitais. Igualmente, não me convence o argumento de que era “absolutamente indiferente” a divulgação da identidade dos vendedores das Participações ou da discrepância entre os preços praticados para que os investidores avaliassem o impacto global das Aquisições para a Companhia.

173. Embora as Aquisições fizessem parte de uma estratégia comercial da Companhia, entendo que não foi dada a adequada transparência ao mercado a respeito, especialmente pela expressividade dos valores envolvidos nas referidas operações, frente à aquisição de participações minoritárias nas Controladas. Como já dito, o valor total pago nas Aquisições foi de aproximadamente R\$ 2 bilhões, o que representava, à época, o equivalente a aproximadamente 18% do valor de mercado da Companhia, por um aumento da participação da Companhia nas Controladas de 94% para 99%.

174. Dessa forma, para informar o mercado sobre as Aquisições, entendo que eram necessárias e relevantes informações adicionais, contendo um maior detalhamento das operações no Fato Relevante – ao menos contrapartes envolvidas e as condições de pagamento negociadas com cada uma delas, até porque o mercado de aço estava passando por uma crise naquela época, de modo que a preservação do caixa e a diminuição da alavancagem da Companhia eram elementos sensíveis para o mercado.

175. Note-se que na Proposta da Administração⁵⁵ para a AGO de 2016 da Companhia, foi informado que, embora a negociação com o Itaú e com a Arcelor tivessem apresentado discrepâncias relevantes, a avaliação e aprovação das Aquisições foi realizada pela administração sob uma perspectiva global, considerando como “justo” o preço pago pelo somatório dos valores

⁵⁵ Em atendimento ao Ofício nº 084/2016-CVM/SEP/GEA-4, a Companhia apresentou detalhamento das informações relativas às Aquisições.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

pagos pelas Participações e, ainda, levando em conta o momento oportuno para efetivar essas operações e as condições de pagamento avençadas.

176. Ainda que, para a Companhia, as Aquisições devessem ser analisadas em conjunto, não é razoável que essa seja justificativa para proceder à divulgação ao mercado como se fosse absolutamente irrelevante para os investidores compreender o racional econômico e estratégico existente por trás do dispêndio de tal magnitude em aquisições de participações minoritárias nas Controladas, quando a própria Gerdau já detinha 94% do capital social daquelas sociedades.

177. Como preceitua o art. 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002, a divulgação e a comunicação do fato que se reputa relevante deve ser feita de modo claro e preciso, o que entendendo não foi observado por André Pires quando da elaboração do Fato Relevante, pois foram omitidas informações relevantes para que o público investidor pudesse assimilar e compreender as Aquisições e o contexto em que foram negociadas, sem que houvesse indução a erro, especialmente quanto ao preço das Aquisições.

178. Apesar de o Comunicado ao Mercado ter tido a pretensão de esclarecer questionamentos recebidos pela área de RI da Companhia, tal ato também não se prestou a suprir as falhas do Fato Relevante e munir o mercado das informações úteis à sua tomada de decisão de investimento, desinvestimento ou manutenção de sua participação. O referido comunicado foi, a meu ver, muito sucinto em seu conteúdo, tendo sido divulgado apenas com a finalidade de tentar afastar as especulações já então existentes quanto ao envolvimento de partes relacionadas ou do acionista controlador nas Aquisições e novamente foi enganoso, ao não mencionar a PUT.

179. Relevante esclarecer que, embora a troca de DRIs tenha ocorrido em 15.07.2015, Harley Scardoelli já trabalhava na Gerdau desde 1988 e que antes de assumir, cumulativamente, o cargo de DRI da Companhia atuava como seu “Diretor Corporativo, sendo responsável pelas áreas de Tesouraria, Financeiro e Planejamento”, conforme referido em Comunicado divulgado pela Companhia em 17.06.2015⁵⁶, o qual também já informava que, em razão da renúncia do DRI André Pires, a partir de 15.07.2015, Harley Scardorelli assumiria o cargo de DRI e que o processo de transição dos executivos ocorreria até lá.

180. Ainda que Harley Scardorelli tenha assumido o cargo de DRI apenas dois dias antes da divulgação do Comunicado ao Mercado, restou demonstrado que isso não o eximia de compreender a sensibilidade da informação transmitida ao mercado acerca das Aquisições e o que

⁵⁶ Conforme Comunicado ao Mercado divulgado pela Companhia em 17.06.2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

era necessário para assegurar a disseminação de informações claras, precisas, verdadeiras, completas e consistentes, conforme exigido pela regulamentação aplicável⁵⁷.

181. A propósito, ressalte-se que, em 10.07.2015, o próprio Harley Scardoelli já é quem envia informações aos Conselheiros a respeito das Aquisições, como consta de e-mail acostado aos autos do PAS, com o seguinte teor:

“De: Harley Lorentz Scardoelli
Enviada em: Friday, 10 de July de 2015 00:50
Para: Andre Bier Gerdau Johannpeter; Claudio Johannpeter; Richard Chagas Gerdau Johannpeter, Affonso Celso Pastore; Oscar de Paula Bernardes Neto; Expedito Luz
Assunto: Aquisição participações minoritárias nas empresas operativas
Caros Conselheiros,
Estamos próximos de concluir a operação de aquisição de participação de minoritários nas empresas operativas. Anexo envio material de apoio e informações relevantes sobre a operação, que servem de subsídio à tomada de decisão deste Conselho. A intenção é finalizar a operação nos primeiros dias da próxima semana, quando o departamento jurídico deverá ultimar a minuta da Ata do CA e enviá-la diretamente aos Conselheiros.
Ficamos à disposição para quaisquer esclarecimentos que julguem necessários.
Atenciosamente,
Harley Scardoelli
Diretor Corporativo Financeiro e de Planejamento Gerdau S.A.”⁵⁸

182. Diante dos questionamentos do mercado acerca do conteúdo do Fato Relevante, era de se esperar que Harley Scardoelli estivesse em plenas condições de avaliar o que deveria ter sido divulgado ao mercado para, então, prestar esclarecimentos adicionais. E mais, ainda que não tivesse tido qualquer envolvimento nas Aquisições, compõe o escopo das funções do DRI perquirir a respeito de informações que mereçam, à luz da regulamentação aplicável, ser divulgadas.

183. É de se questionar, inclusive, dada a relevância das informações prestadas no Comunicado ao Mercado, se não deveriam ter sido, também, objeto de fato relevante, mas isso não foi objeto da acusação, o que se refletirá na penalidade.

184. Por fim, resta enfrentar o argumento de defesa de André Pires, no sentido de que houve excesso acusatório. Sustentou que o art. 157, §4º, da LSA não se aplicaria a este caso, pois em nenhum momento se alegou que o Acusado teria deixado de comunicar o Fato Relevante em

⁵⁷ Destaco, nesse sentido, o papel fundamental do DRI no desenvolvimento e funcionamento do mercado: “o diretor de relações com investidores desempenha função crucial para o eficiente funcionamento do mercado, porque, além dos deveres impostos aos administradores em geral, cumpre-lhe, nos termos da legislação vigente, o cumprimento de deveres específicos, que, em última análise, procuram assegurar a ampla e tempestiva disseminação, junto ao público investidor, de informações verdadeiras, completas e consistentes sobre os negócios da companhia aberta”. (trecho do voto do ex-Diretor Pablo Renteria, no PAS CVM nº08/2009, j. 28.04.2015)

⁵⁸ Doc. SEI nº 0125090, fls. 516.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

questão ou que o teria feito intempestivamente, tendo a Acusação sustentado apenas que foram omitidas outras informações que, a seu ver, deveriam ter sido prestadas. Ou seja, para o acusado, o art. 14 da ICVM nº 480/2009 já seria suficiente para embasar a sua eventual responsabilidade, uma vez que exige a divulgação de informações verdadeiras, completas e consistentes.

185. Contudo, tal interpretação literal do art. 157, §4º, não merece prosperar, sob pena de esvaziar seuá-lo de sentido. Quando se questiona divulgação incompleta ou omissão de informação, claramente se está indicando que não foi divulgada informação que se reputa relevante.

186. Entendo, portanto, ter restado caracterizada a responsabilidade dos DRIs por infração aos respectivos dispositivos indicados pela SEP, em descumprimento do dever de informar.

IX. CONCLUSÃO E PENALIDADES

187. Por todo o exposto, entendo que restou comprovada a responsabilidade de todos os Conselheiros da Companhia, por terem atuado com desvio de finalidade, em infração ao art. 154 da LSA, bem como dos DRIs, por falha no dever de informar.

188. Os descumprimentos do disposto no art. 154 da LSA, no art. 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002 e no art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009 configuram infrações de natureza grave, nos termos da então vigente Instrução CVM nº 491, de 22.02.2011, o que foi mantido pela Instrução que a revogou (Instrução CVM nº 607, de 17.06.2019, Anexo 64). Por outro lado, para fins de dosimetria, levo em consideração, como circunstância atenuante, os bons antecedentes de todos dos referidos acusados e o fato de que, não obstante a excessiva onerosidade, havia também legítimos interesses estratégicos da Companhia na aquisição das Participações Itaú.

189. Dito isto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385, de 07.12.1976 (com redação anterior à entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13.11.2017), voto:

- i. pela condenação de **André Pires**, na qualidade de DRI da Gerdau, à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), por infração ao disposto no art. 157, §4º, da LSA, c/c o art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009 e no art. 3º, §5º, da Instrução CVM nº 358/2002;
- ii. pela condenação de **Harley Scardoelli**, na qualidade de DRI da Gerdau, à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), por infração ao disposto no art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

- iii. pela condenação de **Claudio Gerdau, André Gerdau, Richard Gerdau, Oscar Bernardes, Affonso Pastore e Expedito Luz**, na qualidade de membros do CA da Gerdau, à penalidade de multa pecuniária individual, no valor de R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais) cada um, por infração ao art. 154 da LSA;
- iv. pela absolvição de **Claudio Gerdau, André Gerdau e Richard Gerdau**, na qualidade de membros do CA da Gerdau, pela alegada infração ao art. 156 da LSA;
- v. pela absolvição de **Claudio Gerdau, André Gerdau, Richard Gerdau, Oscar Bernardes, Affonso Pastore e Expedito Luz**, na qualidade de membros do CA da Gerdau, pela alegada infração ao disposto no art. 245 da LSA; e
- vi. pela absolvição da **INDAC e da Metalúrgica Gerdau**, na qualidade de acionistas controladoras da Gerdau, pela alegada infração ao art. 116, parágrafo único, da LSA.

É como voto.

Rio de Janeiro, 03 de dezembro de 2019.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora