



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSOS ADMINISTRATIVOS CVM Nº 19957.007885/2018-34 e 19957.007756/2018-46

Reg. Col. 1150/18

Interessados: Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações
JGP Equity Explorer Master FIM
Fibria Celulose S.A.
Suzano Papel Celulose S.A.

Assunto: Pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência da convocação da AGE da Fibria Celulose S.A.

Diretor: Gustavo Tavares Borba

Voto

I - VISÃO PANORÂMICA E QUESTÕES PRELIMINARES

1. Trata-se de caso que envolve, em essência, a incorporação das ações da Fibria pela Suzano.
2. A modelagem adotada para operação envolveu a constituição de uma subsidiária integral da Suzano, denominada Eucalipto (mas chamada de “Holding” no presente voto), que iria realizar a incorporação das ações da Fibria para, logo em seguida, ser incorporada pela Suzano, extinguindo-se por consequência. Assim, ao final da operação, a Fibria remanesceria como subsidiária integral da Suzano.
3. Discute-se, no presente caso, se a Eucalipto poderia, ao promover a incorporação de ações da Fibria, atribuir aos acionistas da incorporada, na relação de troca a que fazem referência os dispositivos da Lei 6.404/76, uma parte em ações e outra parte em dinheiro, uma vez que as ações preferenciais emitidas pela “Holding” e resgatáveis no mesmo dia corresponderiam, em essência, ao pagamento em dinheiro.
4. Os reclamantes afirmam que a operação foi toda moldada para que, a partir de etapas formalmente legais, fosse atingido um resultado ilegal, qual seja, a exclusão substancial dos acionistas da Fibria, que teriam apenas 20% (aproximadamente) de sua participação societária refletida no capital da incorporadora, uma vez que a participação correspondente aos outros



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

80% seria convertida em dinheiro por meio da insólita ação preferencial resgatável no exato momento de sua criação.

5. Em defesa da operação, sustentam Fibria e Suzano que a negociação entre os seus controladores se deu de forma independente e efetiva, razão pela qual a operação teria sido feita no melhor interesse das companhias.

6. Acrescentam que não existiria um direito de se manter sócio, que a combinação de negócios seria legal e observaria princípios societários.

7. Inicialmente, antes de ingressar no mérito, cumpre salientar que não possui relevância para a solução do caso a alegação de que a JGP teria adquirido ações da Fibria após o anúncio da operação, não apenas porque a possível conduta especiosa da acionista não teria como afetar a legalidade da operação, como também em virtude de outros acionistas terem formulado reclamações semelhantes, em relação aos quais não existe nenhuma alegação de aquisição oportunista de valores mobiliários relacionados à operação¹.

8. Sobre os supostos precedentes que são arguidos pela Suzano e pela Fibria², cumpre observar que, nesses cinco casos, não houve análise pela CVM da questão ora em discussão, o que se deveu à singela razão de não ter ocorrido qualquer reclamação de minoritários sobre o tema.

9. Como a matéria não foi analisada pelo Colegiado da CVM, não há como se falar que há um precedente sobre a questão. O que há, na realidade, são operações que foram realizadas com a mesma modelagem, sem que a CVM tivesse detectado, *ex officio*, alguma irregularidade, o que não se confunde com a existência de precedente norteador sobre o tema, embora sirva para indicar a boa-fé das companhias e controladores envolvidos, que teriam atuado conforme modelo de operação que, até então, vinha sendo utilizado, sem contratempos, no mercado.

10. Ademais, nos casos anteriores, os minoritários não se insurgiram contra a liquidação parcial de seu investimento, o que pode ser entendido, embora isso seja bastante questionável, como sendo uma concordância tácita com a operação, o que esvaziaria bastante a relevância da situação nessas ocasiões pretéritas.

¹ Assim, eventual conduta irregular da acionista JPG poderia ser analisada, sob a perspectiva sancionadora, pela área técnica competente, sem que isso venha a afetar a análise ora em curso.

² Foram mencionadas as operações realizadas entre: (i) BM&FBovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros e a Cetip S.A (2016).; (ii) TOTVS S.A. e Bematech S.A. (2015); (iii) Bovespa Holding S.A. e Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F (2008); (iv) TOTVS S.A. e Datasul S.A. (2008); e (v) Brascan Residential Properties S.A. e Company S.A. (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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

11. No caso ora em análise, diversamente, alguns minoritários discordaram incisivamente do modelo de operação que os afastaria de uma participação na incorporadora proporcional aos seus investimentos na Fibria, o que impõe, por conseguinte, a análise da questão que, repita-se, jamais foi analisada pelo Colegiado da CVM.

12. Considerando que o primeiro pedido de interrupção de prazo de antecedência da convocação, apresentado pela Tempo Capital³, foi protocolizado 30 dias antes da assembleia, parece-me que houve tempo razoável para maturação da questão técnico jurídica (tendo sido apresentados, inclusive, mais 5 pareceres jurídicos sobre o tema). Além disso, entendo que a postergação da análise, por meio do adiamento da assembleia, poderia causar prejuízo à operação e insegurança ao mercado, razão pela qual considero que, nada obstante as limitações próprias de uma análise em sede de pedido de suspensão de assembleia, afigura-se mais adequado passar, desde já, à análise do mérito da questão.

II - MÉRITO

13. A incorporação de sociedades ou ações, por afetar o direito de propriedade, somente pode ocorrer nos estritos termos da Lei. Assim, diversos preceitos que regulam a incorporação constituem normas que protegem a propriedade do acionista minoritário dentro do processo de reorganização societária, razão pela qual não poderiam ser descumpridas ou afastadas sem o consentimento dos envolvidos.

14. A Lei 6.404/76 determina que os acionistas da sociedade incorporada “receberão diretamente da companhia emissora, as ações que lhe couberem” (art. 223, § 2º), bem como que o protocolo da operação deve prever “número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócio que se extinguirão” (art. 224, I). No mesmo sentido, o § 1º do art. 227 é explícito quanto ao “aumento de capital a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido”.

15. A incorporação de ações rege-se, no que concerne aos acionistas da sociedade cujas ações serão incorporadas, pelas mesmas regras aplicáveis à incorporação de empresas (art. 252). Aliás, a Lei 6.404/76 prevê, expressamente, que a assembleia geral da companhia cujas ações estão sendo incorporadas “autorizará a diretoria a subscrever o aumento de capital da incorporadora, por conta de seus acionistas” (art. 252, § 2º), bem como que “os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem” (art. 252, § 3º).

³ Posteriormente, em 17.08.2018, os Fundos JGP também apresentaram requerimento de interrupção de prazo de antecedência da convocação da assembleia geral.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

16. A incorporação de sociedades ou de ações compreende, portanto, necessariamente, a substituição de ações do capital da incorporada por ações da incorporadora. Trata-se de questão sensível, uma vez que envolve a relação de propriedade que se estabelece entre o acionista e suas ações, de modo que a regra geral só poderia ser afastada por disposição expressa de lei ou quando houver concordância do próprio acionista.

17. O princípio majoritário, que permeia todo o regime societário, possui um papel extremamente relevante nas assembleias gerais. No presente caso, cumpre aduzir que as decisões da incorporada e da incorporadora quanto à realização dessa operação societária submetem-se inequivocamente ao princípio majoritário, tanto que serão as assembleias de cada uma dessas companhias que, por decisão da maioria do capital social, poderão autorizar a operação, restando aos minoritários vencidos apenas aceitar a decisão da maioria.

18. Garante-se, entretanto, aos minoritários da companhia incorporada, caso não exerçam a opção de recesso eventualmente cabível (art. 137, I, “a” e “b”, da LSA), a manutenção do investimento inicialmente realizado, agora em sua nova conformação, ou seja, migrando para o quadro social da incorporadora de forma proporcional à participação que detinham na incorporada, com o que se preserva direito de propriedade, ainda que modificado em virtude da incorporação (fenômeno jurídico da sub-rogação).

19. Nesse contexto, as regras previstas na Lei 6.404/76 buscam conformar o direito de propriedade do acionista da incorporada com o princípio majoritário, segundo o qual devem ser conduzidas as decisões relevantes da companhia, dentre as quais a de sua incorporação em outra sociedade ou de suas ações. Desta forma, garante-se a decisão sobre a incorporação pela maioria do capital social (princípio majoritário) ao mesmo tempo em que se preserva o direito de propriedade do acionista minoritário, uma vez que *“as ações incorporadas são substituídas por ações da incorporadora por sub-rogação real”*⁴.

20. Importante ressaltar que, apesar de o princípio majoritário ter um papel preponderante nas deliberações assembleares, a maioria certamente não pode tudo, especialmente quando a questão a ser deliberada venha a afetar esfera patrimonial do acionista⁵. A maioria não pode, por exemplo, deliberar a renúncia ou modificação de direito já integrado à esfera jurídica subjetiva dos acionistas minoritários. Também não pode, exceto em situações muito

⁴ LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (org). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009. pp. 1994 e 1997.

⁵ Além dessa situação, diversos outros dispositivos da LSA limitam o poder monolítico do controlador, conforme analisei em declaração de voto proferida no julgamento do Processo Administrativo CVM nº 19957.004743/2016-53 (Caso Saraiva).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

excepcionais, excluir o acionista minoritário da companhia⁶. Se isso fosse permitido, nenhum direito garantido por lei ou pelo estatuto seria efetivo, uma vez que todos os direitos essenciais de acionista pressupõem a condição de sócio, de modo que, em sendo esse afastado, elididos estariam todos os direitos decorrentes do referido *status*.

21. Assim, não tenho dúvida em afirmar que, como regra geral, existe efetivamente um direito de permanecer como sócio, uma vez que toda a lógica relacionada ao aporte de capital em uma sociedade pressupõe que o investidor poderá permanecer como sócio enquanto lhe convier, a fim de que possa colher os frutos do investimento realizado.

22. Consequentemente, o controlador não tem o poder de expulsar o investidor tão logo o capital por ele aportado não seja mais necessário à sociedade, uma vez que isso afetaria o direito de propriedade do acionista minoritário (não custa lembrar que, juridicamente, a ação é um bem móvel), que, como tal, é garantido como direito fundamental pela Constituição Federal (art. 5º), de modo que esse direito apenas poderia ser relativizado em situações excepcionais, devidamente previstas em Lei.

23. A Lei 6.404/76, aliás, previu uma situação em que o direito de propriedade pode sucumbir diante de outros valores jurídicos passíveis de proteção. É o caso do § 5º do art. 4º da LSA, que previu hipótese de resgate das ações dos minoritários quando, após a realização de uma OPA para fechamento de capital, remanescerem em circulação menos de 5% das ações. Ponderando-se valores e princípios, o legislador, nesse caso, entendeu que não seria eficiente e razoável que a companhia mantivesse estrutura para lidar com esse pequeno grupo de minoritários⁷, razão pela qual, de forma excepcional, admitiu a desapropriação privada dessas ações.

24. No entanto, na ausência de previsão legal, certamente não seria possível esse resgate direcionado de ações, uma vez que, por afetar o direito de propriedade, demandaria norma expressa nesse sentido (princípio da legalidade).

⁶ Observe-se que sequer em uma sociedade limitada poder-se-ia excluir um sócio sem uma justificativa excepcional. O que se dirá então em uma companhia, em que a natureza de investimento (não pessoal) da participação é irrefutável.

⁷ Segundo Nelson Eizirik, em sua obra “A Lei das S.A. Comentada – Artigos 1º ao 79º” (São Paulo: Quartier Latin, 2015): “[a] intenção do legislador foi a de permitir que a companhia que cancelou o registro como aberta não seja obrigada a manter indefinidamente, nos seus quadros sociais, uma quantidade muito pequena de acionistas, possuidores de menos de 5% (cinco por cento) do capital, o que poderia representar custos desnecessários para a companhia fechada, com serviços de emissão e registro, transferência e guarda de ações” (p. 99).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

25. No que se refere às regras gerais de resgate, a LSA, justamente para evitar favorecimentos, previu que, quando for parcial, o resgate deverá ser feito por **sorteio**, a fim de que a regra de escolha das ações resgatáveis seja inequivocamente impessoal. Fora dessa hipótese, o resgate deve ser integral para toda uma classe de ações, e, se for o caso, contar com a concordância da maioria dos preferencialistas da classe afetada pelo resgate integral (art. 44, § 6º⁸), de modo a também evitar o favorecimento e garantir a impessoalidade.

26. De forma similar, no que diz respeito ao grupamento de ações⁹, a doutrina¹⁰ e a própria CVM convergem no sentido de que tal prerrogativa, apesar de legítima por razões operacionais, não poderia resultar na exclusão de acionistas que manifestem interesse em permanecer na condição de sócios.

27. A própria Instrução CVM nº 323/00 elenca como hipótese de exercício abusivo do poder de controle “*a promoção de grupamento de ações que resulte em eliminação de acionistas, sem que lhes seja assegurada, pelo acionista controlador, a faculdade de permanecerem integrando o quadro acionário com, pelo menos, uma unidade nova de*

⁸Art. 44. § 6º Salvo disposição em contrário do estatuto social, o resgate de ações de uma ou mais classes só será efetuado se, em assembléia especial convocada para deliberar essa matéria específica, for aprovado por acionistas que representem, no mínimo, a metade das ações da(s) classe(s) atingida(s).

⁹Muito embora a Lei 6.404/76 não o regule, mas tão somente preveja a possibilidade de alteração da quantidade de ações emitidas pela companhia (art. 12), a regulamentação da BM&FBovespa prevê “*orientação sobre procedimentos para grupamento de valores mobiliários.*”

¹⁰“*O grupamento de ações deve ter por finalidade o interesse social, e não o de privar o acionista de seu status socii. Assim, não pode resultar na eliminação de acionistas que manifestem expressamente o desejo de permanecer na condição de sócios.*” (EIZIRK, Nelson. A Lei das S.A. Comentada – Artigos 1º ao 79º”. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 151).

Vale mencionar ainda o seguinte trecho: “*(...) se o grupamento não é abuso de maioria ou de poder de controle. Para tanto, deverá o grupo majoritário demonstrar o interesse social para justificar exclusão de pequenos acionistas. O ideal, para evitar problemas, é a regulação do procedimento de grupamento em lei, como ocorre na França (Lei das sociedades de 1966, art. 266-1). Se o grupamento não objetivar interesse social e tiver por escopo privar acionistas de seu status socii injustificadamente, excedendo os limites impostos pelo seu fim econômico ou social (Código Civil, art. 187) tem-se exercício abusivo de direito, justificando a nulidade da deliberação*” (RIBEIRO, Renato Ventura. Exclusão de sócios nas sociedades anônimas. São Paulo: Quartier Latin, 2005, pp. 270-271).

Também nesse sentido vale mencionar a orientação da BM&FBovespa sobre o tema, segundo a qual “*(...) a ICVM 323 define, como infração grave, o exercício abusivo do poder de controle no grupamento, estando sujeito o acionista controlador às sanções aplicáveis. Por esse motivo, deve ser assegurado, que os detentores de frações de ação em decorrência do grupamento, tenham a oportunidade de deter, no mínimo, uma nova ação após o grupamento.*” (Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294F270E45014F2C72102028B5&inline=1>). Para tanto, prevê-se três hipóteses: (i) o acionista controlador doar ações a fim de completar a participação dos acionistas detentores de frações, independentemente do número de ações que possuíam antes do grupamento; ou (ii) caso a doação de ações pelo controlador se mostre inviável, há outra alternativa: aglutinação das frações em lote inteiro, venda deste lote em leilão na bolsa e posterior crédito dos valores proporcionais aos detentores dessas frações.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

capital, caso esses acionistas tenham manifestado tal intenção no prazo estabelecido na assembléia geral que deliberou o grupamento”.

28. Portanto, todas as regras legais convergem para a proteção da posição do acionista¹¹, o qual não pode, em princípio, ser excluído da sociedade¹².

29. No caso ora examinado, estruturou-se operação em que os acionistas da companhia cujas ações seriam incorporadas somente em parte receberiam ações da incorporadora.

30. Pelo modelo proposto, o cálculo da relação de substituição de ações em virtude da incorporação consideraria aproximadamente 20% das ações que o acionista detinha na incorporada, de tal forma que o percentual remanescente (aproximadamente 80%) seria convertido em dinheiro, por meio do resgate das ações preferenciais emitidas pela “Holding”, o que, formalmente, atenderia à disciplina legal do instituto.

31. Ocorre, no entanto, que essas ações preferenciais resgatáveis seriam, *ab initio*, ações natimortas, tanto que já seriam emitidas com a destinação de serem imediatamente resgatadas. No plano, portanto, dos interesses jurídicos efetivos, essas ações não subsistiriam como ações. Elas, formalmente, seriam ações, mas, substancialmente, corresponderiam desde logo a dinheiro, uma vez que não exerceriam nenhum dos papéis reservados pela Lei à ação.

32. Em consequência, considerando o total do capital que possuísse em ações da incorporada, o acionista estaria sendo excluído, mediante pagamento em dinheiro, em proporção maior do que a parcela de seu patrimônio acionário que estaria sendo convertido em ações da incorporadora. Assim, o acionista minoritário, sem sua concordância, estaria sendo mais excluído do negócio do que nele permanecendo¹³.

¹¹ Igualmente, o direito de preferência para subscrição de aumento de capital, previsto no art. 171 da Lei 6.404/76 e elencado como direito essencial pelo art. 109, inciso IV, desta Lei, busca resguardar ao acionista a prerrogativa de manter a sua participação societária. Conforme sinalizado pro Luiz Alberto Collona Rosman na obra “Direito das Companhias”, “*a função primordial do direito de preferência é a preservação da porcentagem de participação do acionista no conjunto de todas as ações em que se divide o capital social, garantindo-lhe, assim, a manutenção do objeto dos seus direitos de participação*” (FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1425).

¹² Mesmo com essas regras de proteção, certamente podem ocorrer situações de abuso no exercício do voto relacionado ao resgate, mas contra isso a própria Lei 6.404/76 já prevê seus remédios aplicáveis (arts. 115 e 117).

¹³ Observe-se que, na operação de incorporação, observadas determinados condições (art. 137, I, “a” e “b”, da LSA), confere-se aos acionistas dissidentes o direito de recesso (art. 137 da LSA). Trata-se, a toda evidência, de um direito, ou seja, uma opção de sair ou permanecer no negócio, sendo que nessa última hipótese o acionista teria o direito de receber ações da sociedade incorporadora, permanecendo com seu investimento. Embora não sejam situações realmente equiparadas, a modelagem proposta elidiria, de certo modo, a opção de permanecer no negócio por meio do ingresso na sociedade incorporadora, uma vez que ele seria necessariamente arrastado para



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

33. Nem teria cabimento alegar que a maioria da classe das ações preferenciais concordou com o resgate, pois as ações ordinárias dos minoritários da Fibria foram convertidas em ações preferencias já com o propósito, previamente definido, de que recebessem dinheiro, ou seja, a conversão foi feita dessa forma com a intenção de atingir resultado não permitido pela lei.

34. Deste modo, por meio da operação, acionistas minoritários titulares de ações ordinárias de companhia participante do novo mercado teriam suas ações, repentina e inusitadamente, substituídas por ações preferenciais, que, como dito acima, sequer poderiam ser consideradas ações, tanto que os minoritários seriam imediatamente privados, sem a sua concordância, do direito de ingressarem no quadro societário da incorporadora. Parece-me ser este um movimento disfuncional no âmbito do sistema brasileiro.

35. Conclui-se, portanto, que os acionistas não receberiam efetivamente ações da incorporadora em substituição às ações que detinham, uma vez que isso só ocorreu em relação à parcela correspondente a aproximadamente 20% de seu patrimônio em ações. A parte remanescente, correspondente a 80% das ações que detinham, seria paga em dinheiro, que é como deve ser considerada a parcela correspondente às ações preferenciais resgatáveis no mesmo momento de sua criação.

36. Analisando-se a situação pela perspectiva dos controladores da Fibria, haveria um *drag along*, uma vez que os minoritários sairiam forçadamente do negócio juntamente com os controladores que negociaram a operação e decidiram receber em dinheiro o valor correspondente a 80% de sua participação.

37. Observe-se que não é relevante para solução do caso a intensa discussão realizada no processo sobre se houve ou não uma negociação efetiva e independente entre os controladores da Suzano e da Fibria. Ao que tudo indica, essa negociação se deu de forma efetiva e independente, tendo os controladores da Fibria considerado que a modelagem da incorporação, pela qual receberiam em dinheiro o valor correspondente a aproximadamente 80% de sua participação, seria bom e conveniente para os seus interesses.

38. No entanto, a efetiva negociação quanto às bases apropriadas para a incorporação não tem força jurídica para vincular os demais acionistas ao recebimento de 80% de sua participação em dinheiro, uma vez que, como já exposto, a regra legal aplicável à incorporação, no que se refere à relação de substituição, determina o recebimento de ações da incorporadora em número proporcional ao patrimônio acionário que os sócios detinham na

a liquidação do seu investimento no que se refere à maior parte de sua participação acionária, sem a possibilidade de permanecer no negócio, o que seria contraditório com a previsão de um direito de retirada.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

incorporada (arts. 223, 224, 227, 252, e seus parágrafos, da Lei 6.404/76), só podendo essa regra ser excepcionada quando houver expressa concordância de cada um dos acionistas quanto ao recebimento, em virtude da incorporação, de ativo outro que não ações da incorporadora.

39. Esse detalhe é importante, porquanto, no caso, os controladores da incorporada, em sua negociação com a controladora da Suzano, concordou em receber dinheiro para fins de liquidação de aproximadamente 80% de sua participação, mas assim não o fizeram os acionistas minoritários. Desta forma, como já exposto, apesar de a negociação ter sido realizada entre partes independentes, os minoritários não deram seu aval para esse modelo de incorporação que excepciona a regra legal de substituição de ações da incorporada pelas da incorporadora (em realidade, sub-rogação), o que não pode ser realizado sem sua concordância, tendo em vista a natureza protetiva das regras em questão.

40. Por outro lado, caso a questão seja analisada pela perspectiva da Suzano, verificar-se-ia uma espécie de *squeeze-out* parcial dos acionistas da incorporada, uma vez que eles seriam, no percentual correspondente a 80% de suas participações, excluídos de sua potencial participação na incorporadora em virtude da operação integrada.

41. Pela essência do negócio, talvez essa seja uma perspectiva interessante de analisar a questão. Ao analisar a modelagem da operação, parece-me que esta foi pensada de forma a evitar a diluição dos controladores da Suzano que naturalmente decorreria da incorporação direta da Fibria. Justamente por essa circunstância, negociou-se com os controladores da Fibria a regra do recebimento de parte substancial de sua participação em dinheiro, evitando, com isso, que os controladores da incorporada migrassem em toda sua potencialidade para a Suzano e, em consequência, diluíssem a posição de controle que vigora na incorporadora.

42. Assim, pela essência da operação, o que se pretende com o modelo proposto consiste, a rigor, em não permitir que os acionistas da incorporada participem no quadro acionário de forma proporcional ao capital incorporado na Suzano, de forma que 80% do patrimônio incorporado seria pago em dinheiro, e só 20% redundaria efetivamente em participação acionária na incorporadora.

43. Desta forma, por meio da operação, estar-se-ia expelindo do negócio (*squeeze-out*), no percentual de 80%, os acionistas da incorporada. Em relação à controladora da Fibria, não haveria maiores problemas, pois ela com isso concordou. Contudo, em relação aos minoritários, como já exposto, isso não seria possível, pois se estaria extinguindo direito de propriedade sem previsão legal para tanto e em desobediência às regras aplicáveis da Lei 6.404/76.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

44. Anote-se que, se essa substancial atribuição parcial de dinheiro fosse possível em uma incorporação, também seria possível a atribuição exclusiva de dinheiro, uma vez que, conceitualmente, nada distingue a atribuição de 80% da atribuição de 95% ou 100%. Admitido esse entendimento, estaria aberto o caminho para a incorporação de empresas mediante o pagamento do valor arbitrado para as ações, o que corresponderia, sob o aspecto substancial, a uma compra e venda compulsória de ações, ou, dito de outra forma, uma desapropriação privada de ações sem dispositivo legal que a fundamente¹⁴. Não é esse, certamente, o espírito dos dispositivos da LSA que tratam da incorporação de ações.

45. Diante de todo o exposto, não procede em absoluto o argumento de que nenhuma norma legal vedaria o modelo proposto para a relação de substituição, o qual imporá o recebimento pelos acionistas da incorporada de dinheiro para fins de composição de parte substancial de suas participações na incorporada (80%), uma vez que, no que se refere ao tema, a própria Lei 6.404/76, para preservar o direito patrimonial dos acionistas, determina que suas ações da incorporadas devem ser sub-rogadas, de forma proporcional, por ações da incorporadora que serão emitidas em virtude da operação. O modelo proposto, portanto, viola a regra legal protetiva prevista nos arts. 223, 224, 227, 252, e seus parágrafos, da LSA, segundo a qual, no âmbito de uma incorporação (de sociedade ou de ações), fica proibida a atribuição, na relação de substituição, de bem outro que não ações da incorporadora.

46. Ressalve-se, contudo, que quando, na relação de substituição, atribui-se dinheiro em percentual reduzido aos acionistas da incorporada, com a finalidade meramente operacional e residual, em virtude das frações em aberto decorrentes das divisões necessárias para a substituição, não haveria aí qualquer ilegalidade, mas apenas aplicação de regras de razoabilidade que não afetam a substância da operação. Trata-se de situação semelhante ao caso de grupamento de ações (tema já abordado no item 25 deste voto), em que motivos operacionais e de razoabilidade permitem o pagamento em dinheiro das ações que não conseguiram ser reagrupadas¹⁵.

¹⁴ Como ocorre no caso do §5º do art. 4º da LSA.

¹⁵ Tal possibilidade é reconhecida, inclusive, pela doutrina, segundo a qual, no caso de grupamento em que, para alguns acionistas, remanesça um saldo de ações que representa fração de ação nova, “*Caso o acionista tenha intenção de permanecer na sociedade, a ele cabe a aquisição do número necessário de ações antigas para obtenção de nova ação, sob pena de exclusão, com recebimento em dinheiro do valor das ações antigas.*” (g.n.) (RIBEIRO, Renato Ventura. Exclusão de sócios nas sociedades anônimas. São Paulo: Quartier Latin, 2005, pp. 270-271). Conforme descrito na nota de rodapé 10 acima, a própria “*orientação sobre procedimentos para grupamento de valores mobiliários*” editada pela BM&FBovespa prevê que nos casos de saldo de frações de ações em que não seja possível a doação de ações pelo controlador, a alternativa a ser seguida envolvendo a venda de lote de ações em bolsa e posterior pagamento proporcional em dinheiro aos detentores das frações de ações.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

47. No que se refere ao argumento de que a combinação de operações seria saudável e permitido no ambiente empresarial, cabe apenas ressaltar que isso é verdade, assim como também é igualmente verdade que a combinação dessas operações não pode ser utilizada para violar regra protetiva de direito do minoritário, tal como prevê o art. 166, VI, do Código Civil¹⁶.

48. Como já ressaltado no item 9 do presente voto, não há que se falar em má-fé por parte dos controladores da Fibria e da Suzano, uma vez que eles apenas utilizaram um modelo de operação que já havia sido praticado no mercado, mas isso, por si só, não legitima a operação, que, como demonstrado, possui, a meu ver, flagrante irregularidade.

49. O fato de todas as fases da operação, isoladamente consideradas, cumprirem formalmente os requisitos legais não conduz necessariamente à conclusão de que a operação foi legal, uma vez que, como já exposto, não se pode utilizar a combinação de negócios para atingir finalidade que é vedada por lei, tal como ocorreria no presente caso.

50. Aliás, nada há de inovador, sequer no âmbito da atuação da CVM, no entendimento de que um ato ou conjunto de atos pode formalmente observar as disposições legais e ainda assim ser considerado irregular, considerando o resultado ilegal que dele adviria.

Como exemplo, pode-se citar o Parecer de Orientação 36/09, que considerou irregular a inclusão da denominada “cláusula pétreia” no estatuto social, porquanto, apesar de terem sido observadas as regras legais para inclusão da referida cláusula no estatuto social, o objetivo de inibir a liberdade de voto para supressão da “*poison pill*” não se “*compatibiliza[ria] com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos nos arts. 115, 121, 122, I, e 129 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*”. Nenhum desses dispositivos legais proíbe textualmente que se crie determinada obrigação para quem votar no sentido de alterar uma determinada cláusula estatutária, mas ainda assim a regra foi considerada irregular por ser incompatível com a finalidade da Lei 6.404/76, com isso se preservando a ampla liberdade de voto¹⁷.

¹⁶ Anote-se, por pertinente, que, no âmbito societário, não vigora de forma integral a teoria da geral das nulidades, de forma que a irregularidade em questão teria natureza relativa (anulabilidade) e não absoluta (nulidade).

¹⁷ O parecer emitido por Eli Loria e Daniel Kalansky também indica outros casos em que se buscou analisar a finalidade da norma legal (não somente o seu cumprimento formal) para fundamentar decisões da CVM: (i) PAS CVM nº RJ2014/10060, Rel. Dir. Pablo Renteria, julg. em 10.11.2015; (ii) Proc. CVM nº RJ2004/5494, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco, julg. em 14.12.2004 (Voto Diretora Norma Parente); e (iii) Proc. CVM nº RJ2009/4691, Rel. SEP; julg. em 11.08.2009 (Voto Diretor Marcos Pinto).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

51. Quanto às alegações sobre as práticas admitidas no mercado americano, não pretendo aqui mais uma vez me manifestar no sentido de que não se pode, sem uma visão crítica e a realização de profundo teste de compatibilização, importar soluções provenientes de outros sistemas jurídicos (manifestei-me de forma extensa sobre o tema em voto proferido em 31 de julho de 2018 na continuação do julgamento do PAS nº RJ2013/11703).

52. Assim, sobre essa questão, apenas faço referência ao Parecer Jurídico constante dos autos (Doc. SEI 0589708), da lavra de Eduardo Secchi Munhoz, que expõe, de forma precisa, no que se refere aos temas em discussão, as diferenças não apenas entre as regras aplicáveis no sistema americano e brasileiro, como também as peculiaridades da realidade de cada um desses mercados que justificariam a adoção de regras diversas. No mesmo sentido, e também apresentando explicações robustas, foi o parecer emitido por Eli Loria, Daniel Kalansky (Doc. SEI 0589711).

CONCLUSÃO

53. Por todo o exposto, entendo haver elementos suficientes para concluir, desde já, que a operação de incorporação de ações da Fibria, tal como proposta, violaria as normas previstas na legislação societária, visto que não confere aos acionistas minoritários a possibilidade de manterem na Suzano participação proporcional àquela detida na companhia incorporadora, impondo-lhes o recebimento de parcela substancial em dinheiro (aproximadamente 80%),

54. Assim, **voto** pela não interrupção do curso do prazo de antecedência da AGE convocada para 13.09.2018 e, em linha com o entendimento manifestado pelo Superintendente de Relações com Empresas em despacho de 31/08/2018, pelo reconhecimento, de plano, da ilegalidade da reestruturação societária proposta.

Rio de Janeiro, 04 de setembro de 2018.

Original assinado por
Gustavo Tavares Borba
Diretor