



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 19957.007756/2018-46 e 19957.007885/2018-34

Reg. Col. 1150/18

- Interessados:** Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações
JGP Equity Explorer Master FIM
Fibria Celulose S.A.
Suzano Papel e Celulose S.A.
- Assunto:** Pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia geral extraordinária da Fibria Celulose S.A.

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Em linha com o entendimento manifestado no bem elaborado Memorando nº 176/2018-CVM/SEP/GEA-4, entendo descabida a interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação da Assembleia Geral Extraordinária da Fibria.
2. As razões que me levam a essa conclusão encontram-se suficientemente expostas no referido Memorando bem como na ata da decisão do Colegiado, que resume o entendimento da maioria dos diretores. Nesta manifestação de voto, pretendo apenas acrescentar algumas considerações sobre o argumento, central na discussão travada nos autos, de que a operação, tal como configurada, não estaria em consonância com o regime legal da incorporação, na medida em que parte significativa da contrapartida a ser atribuída aos acionistas da Fibria, correspondente a aproximadamente 80% do valor de suas posições acionárias, será efetuada em dinheiro.



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

3. De plano cabe esclarecer se tem cabimento, na incorporação, o pagamento em dinheiro de parte da relação de troca. A leitura de diversos dispositivos da Lei das S.A. (arts. 223, 224 e 252) deixa claro que, se existir contribuição em favor dos acionistas da incorporada,¹ esta deve consistir na entrega de ações de emissão da incorporadora. Cuida-se de traço característico do negócio jurídico de incorporação, do qual as partes não podem se afastar sob pena de restar desfigurado o correspondente tipo contratual.

4. Nada obstante, considerando que a qualificação do contrato se faz a partir do exame de seus efeitos essenciais, entendo que não haveria óbice a que se estipulasse parcela diminuta em dinheiro. Contanto que a parcela relativa à entrega de ações se mantenha claramente preponderante, a presença da verba pecuniária, de reduzida importância para a relação de troca, não alteraria a tipicidade do negócio de incorporação.²

5. Mas do que se disse acima não decorre que a entrega de ações resgatáveis e a sua imediata conversão em dinheiro constituam qualquer desvirtuamento da natureza da incorporação ou modalidade de fraude à lei.

6. Primeiro porque a entrega de ações preferenciais resgatáveis respeita integralmente o tipo da incorporação. Os diferentes dispositivos da Lei das S.A. que tratam do tema aludem apenas a “ações”, sem restringir a espécie ou a classe das ações que podem ser recebidas pelos acionistas, não havendo, assim, qualquer óbice à entrega de ações resgatáveis, que, como se sabe, encontram expressa previsão no texto legal

¹ Nesse tocante, as Companhias aduzem que, nos casos de incorporação de subsidiária integral ou de sociedade deficitária (com patrimônio líquido negativo), não se verifica a entrega de ações de emissão da incorporadora aos acionistas da incorporada, o que, segundo alegam, demonstraria que tal efeito não é essencial ao negócio de incorporação. O argumento, contudo, não me convence. Nas hipóteses indicadas, a entrega de ações deixa de ocorrer por absoluta impossibilidade fática, e não por vontade das partes contratantes. O que importa para o caso em exame é a *natureza* da contrapartida devida pela incorporadora – se esta deve consistir exclusivamente em ações ou, ao reverso, pode contemplar parcela pecuniária.

² Tal raciocínio não é inovador; ao reverso, mostra-se comum no direito dos contratos, tal como ilustra a conhecida discussão acerca da distinção entre permuta e compra e venda. Como esclarece a doutrina: “Na permuta pura não há qualquer pagamento em dinheiro. Pode ocorrer pagamento em dinheiro, sem desnaturar a permuta, desde que represente a parte minoritária do valor. Assim, é admissível a permuta quando a parte em dinheiro for complementar, denominada torna. É necessário, para a permuta, que o bem não pecuniário seja determinante e objeto do contrato” (Paulo Lôbo, *Direito civil: contratos*, São Paulo: Saraiva, 2014, p. 265).



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

(art. 19). Aliás, o art. 224, I, é bastante claro ao permitir a entrega de ações de qualquer espécie, ainda que distinta daquela até então detidas pelos acionistas da companhia incorporada.

7. Segundo porque a entrega de dinheiro aos acionistas da Fibria não decorre da incorporação desta companhia pela Holding, mas de outro negócio jurídico a ele relacionado, qual seja, o resgate de ações. Não se pode considerar a reorganização societária em análise como uma simples incorporação, pois se trata, em realidade, de operação complexa, estruturada mediante diferentes negócios jurídicos vinculados entre si, sendo cada um deles indispensável ao alcance das finalidades perseguidas pelas companhias contratantes.

8. Como se sabe, na prática societária brasileira, mostra-se amplamente disseminada a coligação de diferentes operações societárias (incorporação, incorporação de ações, aumento de capital, cisão etc.) para a realização de propósitos negociais unitários. A utilidade desse tipo de arranjo consiste, precisamente, na integração de efeitos jurídicos que nenhuma operação, isoladamente, seria capaz de produzir.

9. É o que se verifica no presente caso: a incorporação conduz à substituição das ações de emissão da Fibria por ações ordinárias e ações preferenciais resgatáveis enquanto o resgate leva, no passo seguinte, à conversão dessas últimas em moeda corrente.³ Ambos os negócios encontram expressa previsão legal e podem ser realizados por decisão da maioria, em conformidade com o princípio majoritário.

10. Tal observação é importante na medida em que permite afastar a impressão equivocada de que a operação seria uma fraude ao direito do acionista de permanecer sócio. Se tal direito existe, ainda que de maneira implícita na legislação, ele pode apenas significar que o acionista não pode ser despojado de suas ações, contra a sua vontade, senão nos casos previstos em lei, entre os quais – frise-se – figura o resgate acionário.

³ Não me parece relevante para a análise do caso o fato de o resgate ocorrer ato contínuo à emissão das ações preferenciais resgatáveis, tornando a sua existência absolutamente transitória. Assim como nada impediria que os dois atos fossem separados no tempo, nada obsta a que sejam praticados de forma simultânea, como meio de dar mais eficiência à operação societária em curso.



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

Desse modo, não procede o argumento de que se estaria no caso em apreço reconhecendo ao controlador, sem base legal, o direito de *drag along*, isto é, de expropriar as participações de todos os acionistas. O fundamento legal, em realidade, é claríssimo: encontra-se no art. 44 da Lei das S.A., que autoriza à maioria proceder ao resgate parcial ou total de qualquer espécie de ação, desde que observados os requisitos legais.

11. Creio que boa parte das discussões travadas neste processo advém da compreensão acanhada do regime legal do resgate acionário. A lei brasileira confere amplo alcance ao instituto, que pode ser empregado por qualquer razão alinhada ao interesse social,⁴ desde que a companhia proceda de forma impessoal e isonômica, sem ter por escopo a exclusão de um ou outro acionista em particular. O resgate, ademais, pode ter por objeto qualquer classe ou espécie de ação, inclusive ordinárias, podendo ocorrer ainda que o estatuto social não atribua natureza resgatável à ação, contanto que, nesse caso, seja aprovado pela maioria dos acionistas afetados.

12. É como enuncia a doutrina societária:

“2. Resgate estipulado na criação de ação e deliberado pela assembleia geral – Esse preceito, reproduzido pela Lei nº 6.404/76, prevê duas situações bem distintas: a) o resgate como estipulação estatutária adotada por ocasião da criação da ação; e b) o resgate deliberado por assembleia geral extraordinária, quando as ações já se acham em circulação. Em algumas legislações (como a inglesa) somente são resgatáveis as ações emitidas com essa condição; em outras, como a nossa, ações emitidas sem cláusula de resgate podem ser extintas por deliberação de assembleia geral extraordinária.” (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S.A.: Pareceres*. Vol. II, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 158).

* * *

“A operação de resgate pode ser autorizada no estatuto ou pela assembleia geral; ambos determinarão as condições e o modo de proceder-se ao resgate.” (Fran Martins, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 4ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 165).

* * *

⁴ A lei brasileira não fixa, por exemplo, as hipóteses de exercício do resgate.



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

“Ainda que o estatuto social não contenha previsão expressa regulando o resgate compulsório de determinada classe de ações preferenciais, a assembleia geral pode, a qualquer tempo, e desde que sejam respeitados os princípios legais em vigor, deliberar seu resgate. Não sendo resgatadas todas as ações daquela classe, deve ser feito um sorteio para evitar, de um lado, que determinados acionistas, porque divergem do controlador, possam ser excluídos da sociedade e, de outro, para impedir que alguns acionistas, vinculados ao controlador, ou até mesmo o controlador, quando ele também é detentor de ações preferenciais de emissão da companhia, possam ser beneficiados com o resgate de suas ações.” (Luiz Leonardo Cantidiano, *Reforma da Lei das S.A. Comentada*, Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 99).

* * *

Verifica-se, ainda, que o Decreto-lei 2.627/1940 admitiu expressamente não ser necessário que as ações, quando da sua subscrição, estivessem previstas no estatuto da companhia como sendo resgatáveis, podendo ser realizado o resgate mesmo sem essa previsão, através de deliberação da assembleia-geral da companhia. Também pelo decreto-lei acima mencionado convencionou-se que o resgate poderia se dar com ou sem redução de capital. A lei vigente – ressalta-se – não alterou de forma significativa as disposições do decreto-lei de 1940, tendo, no entanto, exigido, em seu art. 136, que as deliberações referentes às alterações nas condições de resgate das ações preferenciais fossem tomadas por maioria absoluta das ações votantes (metade mais uma e todas as ações com direito a voto).” Luís Loria Flaks, *Aspectos Societários do Resgate de Ações*, In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 123, jul/set de 2001, p. 122.

13. Sendo assim, há de se reconhecer, a bem da verdade, que o legislador brasileiro confere à maioria de acionistas o poder de forçar a realização financeira de parte ou de todo o investimento dos acionistas, compelindo-os a receber o valor correspondente em dinheiro.

14. Evidentemente, pode-se discutir o acerto dessa opção legislativa e examinar criticamente seus efeitos sobre o desenvolvimento do mercado acionário pátrio. O que não se pode, contudo, é deixar de reconhecer, em toda a sua extensão, o cabimento, na forma prevista em lei, do resgate acionário.⁵

⁵ Assim como de outros mecanismos legais, como a redução de capital e a amortização, que, a exemplo do resgate acionário, autorizam à maioria determinar a restituição de parte do acervo social aos 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
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

15. Fica, assim, difícil de constatar a suposta fraude apontada pelos requerentes. Afinal, todas as etapas da reorganização societária obedecem integralmente aos respectivos requisitos legais e a operação, como um todo, não produz qualquer resultado proibido pela lei, pois, repita-se, a realização financeira de parte substancial das participações acionárias, por decisão majoritária, é efeito típico do resgate acionário.⁶

16. Na mesma linha, não me convenci de que a operação afrontaria suposto princípio de que, na incorporação (ou incorporação de ações), os acionistas da incorporada devam receber da incorporadora participação acionária equivalente à que possuíam inicialmente. Não encontro na Lei das S.A. nenhum dispositivo que traga tal comando; ao contrário, parece-me claro no regime da Lei a autonomia conferida às companhias contratantes para estabelecer livremente as bases da operação, por meio da definição do “*número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócio que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição*” (art. 224, I).

17. Ademais, a alegação parece estar em descompasso com a dinâmica própria das reorganizações societárias, pois, como bem colocado no Memorando da GEA-4, mostra-se legítimo que partes independentes negociem os termos da operação, em vista do consenso necessário à sua conclusão, levando em conta, entre outros fatores, a diluição a ser suportada pelos acionistas da sociedade incorporadora.

18. Para tanto, podem se valer de diferentes mecanismos legais, como a distribuição extraordinária de dividendos, a amortização de ações, a redução de capital,⁷

⁶ Tal efeito é também amplamente reconhecido pela doutrina: “O resgate interfere na condição de sócio porque, quando é deliberado, as ações resgatadas são canceladas, do que resulta a exclusão da sociedade dos respectivos titulares.” (Luiz Leonardo Cantidiano, *Reforma da Lei das S.A. Comentada*, Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 98). “No resgate é a companhia que decide por retirar o acionista, podendo essa vontade ser expressa antes (disposta no estatuto social) ou depois da emissão de ações (através da assembleia-geral).” (Luís Loria Flaks, *Aspectos Societários do Resgate de Ações*, In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 123, jul/set de 2001, p. 126).

⁷ Outra hipótese que conduz ao mesmo resultado é a bonificação em ações preferenciais resgatáveis – também imediatamente resgatadas – realizada previamente à operação de incorporação, em que a relação de troca é ajustada justamente para refletir a bonificação; tal como ocorreu no âmbito do Processo CVM RJ nº RJ2011/9011, apreciado pelo Colegiado desta autarquia, que considerou o ato regular.



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

que produzem o mesmo resultado financeiro do que a emissão de ações preferenciais resgatáveis de que trata o presente processo, qual seja, a redução do valor das participações acionárias da companhia incorporada, mediante a entrega compulsória de moeda corrente aos respectivos titulares, como meio de ajustar a proporção entre as diferentes bases acionárias na companhia que resultará da combinação de negócios.

19. Essa constatação, de que existem diferentes meios lícitos para o alcance da mesma finalidade negocial, torna, a meu ver, ainda mais inconsistente a alegação de que, no caso em apreço, a emissão e o subsequente resgate de ações preferenciais constitua fraude à lei.

20. Em definitivo, uma vez constatado que a operação em exame não contraria, direta ou indiretamente, nenhuma norma legal imperativa, a sua ilegalidade somente poderia ser declarada caso restasse demonstrado, à luz das circunstâncias específicas do caso concreto, o seu caráter abusivo.

21. No entanto, como se sabe, o abuso de poder de controle só se configura mediante a presença dos pressupostos legais estabelecidos no parágrafo único do art. 116 da Lei das S.A. Exige-se, dessa forma, a comprovação de que a operação seja contrária ao interesse social ou bem represente ato desleal do controlador em relação aos minoritários.

22. No caso ora em análise, com base nas informações até o momento disponíveis, não vislumbro elementos mínimos acerca do alegado abuso de poder de controle, tendo em vista notadamente:

- (i) as evidências de que a operação está alinhada ao interesse social da Fibria; e
- (ii) o tratamento isonômico assegurado a acionistas controladores e minoritários da Fibria.

23. Ainda nesse tocante, convém observar que, nos últimos anos, foram realizadas no mercado operações societárias semelhantes à em análise, algumas delas



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

aprovadas pela unanimidade dos acionistas das companhias envolvidas, sem que nenhuma reclamação tenha sido formulada à CVM. Tal fato, se não comprova, por si só, a legalidade desse tipo de operação, ao menos constitui forte evidência de que ela não é intrinsecamente danosa aos acionistas minoritários.

24. Também convém destacar a liquidez que será assegurada às ações da Suzano após a conclusão da operação – de acordo com os dados divulgados ao mercado, 37% das ações representativas do capital social permanecerão em circulação no mercado. Tal fato torna ainda mais remota a hipótese de a operação ter por objetivo a exclusão dos minoritários do capital social, pois os investidores de mercado, inclusive aqueles que já eram acionistas da Fibria antes do anúncio da operação, continuarão a ter a oportunidade de participar da empresa resultante da combinação de negócios.

25. Em suma, pelas razões expostas no Memorando nº 176/2018-CVM/SEP/GEA-4, na ata da decisão do Colegiado e neste voto, entendo que não há ilegalidade nos itens (i), (ii), (iii) e (iv) da ordem do dia da AGE da Fibria convocada para o dia 13.9.2018.

Rio de Janeiro, 4 de setembro de 2018

Original assinado por

Pablo Renteria

Diretor