

ASSUNTO: Pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de assembléia geral
Processo CVM nº RJ/2005/5203

Ripasa S.A. Celulose e Papel

Senhor Superintendente Geral,

O presente processo originou-se de petição protocolizada, em 16.08.05, por FUNDO FATOR SINERGIA FIA e FUNDO FATOR SINERGIA II FIA ("Fundos Sinergia"), acionistas preferencialistas da RIPASA S.A. CELULOSE E PAPEL ("RIPASA"), tendo em vista as matérias objeto da ordem do dia da Assembléia Geral Extraordinária convocada para 29.08.05 (fls. 01 a 97).

2. De acordo com seu edital, a AGE supramencionada foi convocada, em resumo, com o intuito de que seus acionistas deliberassem sobre a aprovação do Protocolo e Justificação de Incorporação de Ações e de Cisão Total celebrado em 20.7.2005 entre a Companhia, a Ripasa Participações S.A. ("RIPAR"), a Votorantim Celulose e Papel S.A. ("VCP") e a Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A. ("SUZANO"), relativo à incorporação da totalidade das ações de emissão da RIPASA pela RIPAR e posterior cisão desta última com versão de seu patrimônio, em partes iguais, para VCP e SUZANO (fls. 84 e 85).

3. Na petição, requer-se, nos termos do art. 124, §5º da Lei nº 6.404/76 e do art. 3º da Instrução CVM nº 372/02, que esta Autarquia: (a) determine a interrupção do prazo de antecedência da convocação da AGE; (b) considere ilegal a deliberação de incorporação de ações dos acionistas da Ripasa, determinando a suspensão da realização da referida AGE; e (c) instaure procedimento investigativo.

I. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

4. Até 31.03.2005, a RIPASA apresentava a seguinte distribuição acionária, conforme indicado no IAN de 31.12.03 (fl. 178/179):

Acionistas	Ordinárias		Preferenciais	
	Quant. (*)	%	Quant. (*)	%
ZDZ Participações e Administração S.A.	163.217	97,66	37.329	18,34
Outros Acionistas	3.909	2,34	166.190	81,66
Totais	167.126	100,00	203.519	100,00

(*) em mil

5. Em 10.11.04, a RIPASA, em conjunto com a SUZANO e a VCP, publicou Fato Relevante para comunicar que (fls. 72/73):

a) as Companhias celebraram acordo para a aquisição de todas as ações ordinárias e preferenciais da RIPASA detidas, direta e indiretamente, por seus acionistas controladores, da seguinte forma:

(i) 111.417.366 ações ordinárias e 35.988.899 ações preferenciais da RIPASA seriam adquiridas e pagas até 31 de março de 2005, por US\$ 480 milhões; e

ii. 55.708.684 ações ordinárias e 17.450.639 ações preferenciais da RIPASA seriam adquiridas através de opções de compra e venda a serem exercidas no prazo de até 6 anos, por US\$ 240 milhões;

b) às ações preferenciais seria apropriado o respectivo valor econômico, determinado em laudo elaborado por empresa especializada. No que se refere às ações ordinárias, o preço contemplaria o valor econômico acrescido do prêmio pela aquisição de controle;

c) SUZANO e VCP continuariam a atuar como concorrentes nos mercados em que atuam, preservando a independência de suas atividades; e

d) poderia ser implementada uma reestruturação societária, que permitiria aos acionistas de RIPASA a migração para SUZANO e VCP, com base no valor econômico das ações preferenciais de que forem titulares. Ao final deste processo seria promovido o cancelamento de registro de companhia aberta da RIPASA, que seria transformada em unidade produtiva.

6. Por intermédio de novo Fato Relevante, divulgado em 31.03.05, a RIPASA informou que as Companhias haviam implementado a operação mencionada no § 5º, retro, o que resultou na transferência de 129.676.966 ações ordinárias e 41.050.819 ações preferenciais de emissão da RIPASA para a SUZANO e para a VCP através de sua controlada RIPAR. Adicionalmente, foi celebrada a opção de compra e venda que possibilitará a aquisição, por SUZANO e VCP, de 37.449.084 ações ordinárias e 12.388.719 ações preferenciais de RIPASA (fl. 75).

7. Face aos fatos relevantes mencionados anteriormente, a SRE enviou, em 13.05.05, o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 785/2005 à Suzano, para solicitar

manifestação da companhia sobre o cabimento da aplicação do disposto no art. 254-A da Lei 6.404/76 em decorrência da operação (fl. 193).

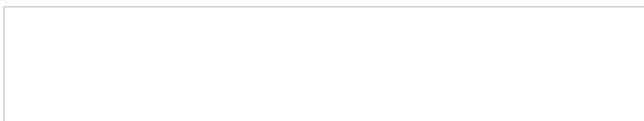
8. Nos dias 16 e 17.06.05, a VCP e a SUZANO, respectivamente, protocolizaram correspondência na CVM, informando que, devido à inexistência de acionistas não-controladores proprietários de ações com direito a voto, não haveria destinatários para uma OPA, o que tornava este procedimento, portanto, inaplicável diante da operação (fls. 194 a 197).

9. Em virtude desse fato, em 23.06.05, a SRE, por meio do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/N° 1085/2005, autorizou a alienação de controle da RIPASA sem a realização de oferta pública de aquisição de ações, tendo em vista a inaplicabilidade do disposto no *caput* do art. 254-A da Lei n° 6.404/76, devido à ausência de destinatários da oferta (fl. 198).

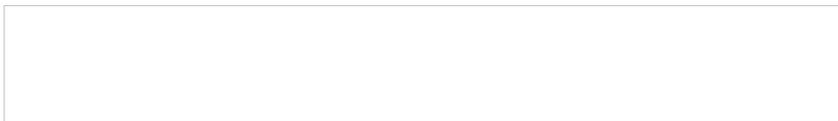
10. Em 20.07.05, a RIPASA, VCP e SUZANO, divulgaram novo Fato Relevante para divulgar uma proposta de reestruturação societária a ser submetida às assembleias gerais das companhias envolvidas, que compreenderia a incorporação de ações de emissão da RIPASA pela RIPAR e a posterior cisão total dessa última, com a versão de parcelas de seu patrimônio para a VCP e a SUZANO em partes iguais (fls. 77 a 82).

11. Conforme consta do Protocolo e Justificação de Incorporação de Ações e de Cisão Total (fls. 199 a 214):

a) na primeira etapa da operação, a **RIPASA será convertida em subsidiária integral** da RIPAR, através da incorporação da totalidade de ações de emissão da primeira, pertencentes aos acionistas não-controladores, ao patrimônio da segunda, a ser deliberada nas assembleias marcadas para 29.08.05. Desta forma, os acionistas da RIPASA receberão as ações de RIPAR necessárias para manterem suas atuais participações no capital da RIPASA, sendo que a **relação de troca** foi estabelecida com base no **valor econômico**, apurado no laudo elaborado pelo UNIBANCO, que resultou nas seguintes relações de conversão:



b) na segunda etapa, será procedida a **cisão total de RIPAR**, a ser deliberada em 30.08.05, com versão do seu patrimônio, em partes iguais, para VCP e SUZANO, o que implicará no aumento do capital dessas empresas, com a emissão de novas ações a serem distribuídas aos acionistas não-controladores de RIPAR, sendo que a **relação de troca** foi estabelecida com base no **valor econômico**, apurado no laudo elaborado pelo UNIBANCO, que resultou nas seguintes relações de conversão:



c) a relação de substituição resultante das duas etapas é a seguinte:



d) os acionistas de RIPASA poderão exercer o **direito de rescalço**, cujo valor será baseado no patrimônio líquido constante do último balanço patrimonial da Companhia aprovado em Assembleia Geral, ou seja, **R\$ 2,8518** para cada ação de RIPASA;

e) cabe ressaltar que o intervalo de **valor econômico** máximo de **RIPASA** foi apontado no Protocolo como sendo de **R\$ 5,74 por ação**.

II. DO PEDIDO

12. Dentre os principais argumentos apresentados pelos Fundos Sinergia em sua petição, podem ser citados os seguintes (fls. 01 a 97):

a) os fundos solicitam a interrupção do prazo para a realização da AGE, por quinze dias, com o intuito de demonstrar seus direitos como sócios minoritários da RIPASA, principalmente, no que diz respeito a: (i) *tag along* ou (ii) oferta pública de aquisição de ações, já que a reestruturação societária planejada por VCP e SUZANO constitui-se, na verdade, em um fechamento de capital;

b) no tocante ao direito ao *tag along*, os fundos ressaltam que os preferencialistas de RIPASA teriam esse direito, amparados no art. 6°, item c, de seu Estatuto Social, que dispõe:

"Art. 6° - As ações preferenciais gozarão das seguintes vantagens:

(...)

c) todos os demais direitos que foram atribuídos às ações ordinárias, ressalvando o disposto no parágrafo 7° do artigo 5°"

- c) "o único direito atribuído às ações ordinárias e que não pode ser exercido pelos preferencialistas, é o direito de voto, pois consta expressamente do parágrafo 1º, do Art. 6º do Estatuto Social da Ripasa, que "As ações preferenciais não gozarão do direito de voto";
- d) desta forma, como VCP e SUZANO pagaram **R\$ 9,48** (nove reais e quarenta e oito centavos) **por cada ação ordinária pertencente ao bloco dos controladores de RIPASA, os acionistas preferencialistas teriam direito de receber de VCP e SUZANO** através de uma Oferta Pública de Aquisição de Ações, no mínimo, o valor correspondente a 80% do valor pago aos controladores de RIPASA, ou seja, **R\$ 7,58** (sete reais e cinquenta e oito centavos) por cada ação preferencial que possuem;
- e) ao alegarem que a operação de reestruturação societária proposta consistiria em um negócio jurídico indireto que visa, na realidade, promover o cancelamento de registro de companhia aberta da RIPASA, os Fundos Sinergia ressaltam os entendimentos já emitidos sobre o assunto pela CVM na análise dos casos envolvendo as companhias Serrana e Bunge, Petrobrás e BR Distribuidora e Banco ABN AMRO Real e Banco Sudameris;
- f) de acordo com os Fundos, a VCP e Suzano se utilizam do instituto da incorporação de ações para evitar com que fosse feita a oferta pública de ações de fechamento de capital de companhia aberta da RIPASA, muito embora estas jamais tenham tido a intenção de ter no grupo uma subsidiária integral;
- g) alegam que a faculdade prevista no art. 252 da Lei das S/A exige que a companhia cujas ações foram incorporadas seja transformada em subsidiária integral da incorporadora e que na operação proposta a RIPASA só se mantém nessa qualidade por um único dia, já que imediatamente após a incorporação das ações de emissão da RIPASA, a RIPAR é totalmente cindida;
- h) além disso, "SUZANO e VCP jamais poderiam se utilizar do art. 252 da lei das S/A caso detivessem participação acionária direta na RIPASA, pois na configuração final não seria possível a existência de uma subsidiária integral, que pressupõe apenas um sócio";
- i) "assim, no intuito de possibilitar a utilização do art. 252 da Lei de S/A foi criada a Ripar, cujo controle é de VCP e Suzano, tendo como único ativo as ações de Ripasa. A criação da Ripar só ocorreu para que pudesse ser feita a incorporação de ações. Após tal ato a Ripar seria cindida e extinta. Ou seja, esta empresa Ripar só será utilizada para manter a Ripasa como subsidiária integral, permitindo, assim, formalmente, a utilização do art. 252 da Lei de S/A";
- j) "esta configuração societária foi estruturada somente para permitir que VCP e Suzano promovessem o fechamento de capital da Ripasa e não para transformar a Ripasa em uma subsidiária integral, o que configura a hipótese do negócio jurídico indireto";
- k) "a conclusão a que se pode chegar é a de que VCP e Suzano estão se utilizando de um instituto jurídico com finalidade diversa da que lhe é inerente, com a única e patente finalidade de expulsar os acionistas minoritários da Ripasa, para que a companhia possa ter seu capital fechado sem a realização de oferta pública de ações";
- l) "a configuração do negócio jurídico indireto leva à conclusão de que houve um exercício abusivo do poder de controle por parte de VCP e Suzano. O art. 115 da Lei de S/A determina que o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia e que será considerado abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas. Ora, a não realização da oferta pública de ações beneficia apenas VCP e Suzano, sendo prejudicial a todos os demais acionistas de Ripasa";
- m) os requerentes alegam que a mudança na intenção das Companhias acerca do fechamento de capital, evidenciada nos Fatos Relevantes mencionados anteriormente, faria com que essas estivessem infringindo o art. 157, § 4º da Lei nº 6.404/76, que dispõe que os administradores de companhia aberta são obrigados a comunicar ao mercado fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir na decisão dos investidores de negociar com os valores mobiliários emitidos pela companhia, bem como o art. 19 da Instrução CVM nº 358/02, que determina que qualquer mudança nos fatos ou intenções objeto das declarações feitas pelas partes, deve ser divulgada imediatamente, retificando ou aditando a declaração anterior;
- n) os Fundos ressaltam ainda que, "outro vício presente na reestruturação societária proposta por VCP e Suzano é o evidente prejuízo financeiro causado pela operação aos acionistas minoritários". O valor proposto para reembolso na hipótese de **recesso** dos acionistas é de **R\$ 2,88** (dois reais e oitenta e oito centavos), enquanto que o valor considerado na relação de **substituição** é de **R\$ 5,74**. Tal diferença praticamente obrigaria a migração para VCP e Suzano" (grifos nossos);
- o) "o mais razoável para o bom funcionamento do mercado de capitais e para o atendimento dos princípios de governança corporativa é que os acionistas minoritários de Ripasa recebessem o preço das ações pelo valor econômico, o que seria feito por oferta pública de ações, para que pudessem decidir em qual empresa gostariam de investir"; e
- p) nesse ponto, ressaltam o entendimento manifestado pela SEP no caso Sudameris "em que ficou claro o entendimento de que a Lei de S/A não protege o minoritário no caso de incorporações de ações, pois não dá a ele a chance de apurar o preço justo, como ocorre na oferta pública de ações. Naquele caso, a SEP recomendou que o reembolso fosse feito pelo valor econômico para preservar o equilíbrio do interesse do controlador e dos minoritários".

III. DA MANIFESTAÇÃO DA RIPASA

13. Conforme previsto no §3º do art. 2º da Instrução CVM nº 372/02, foi solicitada, em 16.08.05, por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/nº 150/05, a manifestação da RIPASA, no prazo de 48 horas, a respeito da petição apresentada pelos Fundos Sinergia (fl. 98).

14. Em 18.08.05, a RIPASA encaminhou correspondência por meio da qual abordou as questões levantadas pelos reclamantes nos seguintes principais termos (fls. 100 a 174):

a) preliminarmente, a CVM não deve acatar o pedido realizado pelos Fundos, por força do que dispõe o §1º do art. 2º c.c. o §3º do art. 3º da Instrução CVM nº 372/02, que regulamenta o inciso II, do §5º, do art. 124 da Lei nº 6.404/76, fundamento da petição apresentada pelos Fundos;

b) o art. 3º da Instrução CVM nº 372/02, estabelece que:

"Art 3º - Qualquer acionista de companhia aberta poderá solicitar à CVM a interrupção do curso do prazo de convocação de assembléia geral extraordinária de companhia aberta por até 15 (quinze) dias, a fim de que a CVM conheça e analise as propostas a serem submetidas à assembléia.

(...)

§ 3º - Aplicam-se ao requerimento de que trata o caput, no que couberem, as regras do artigo anterior e de seus parágrafos"

c) por sua vez, o §1º do art. 2º, ou seja, o "artigo anterior" referido no §3º acima mencionado, reza que:

"Art. 2º - (...)

§1º - Não será admitido o requerimento previsto no caput quando a assembléia já tiver sido convocada com prazo de antecedência de, no mínimo, 30 dias, desde que na data da publicação do primeiro anúncio de convocação já estejam a disposição dos acionistas os documentos relativos às matérias a serem deliberadas, com suficiência para a apreciação e compreensão dos assuntos correspondentes"

d) "no caso da AGE de RIPASA, é fato incontroverso que o edital de convocação foi publicado no dia 21 de julho de 2005, ou seja, com 38 (trinta e oito) dias de antecedência da sua realização, sendo que desde a referida publicação todos os documentos pertinentes às matérias a serem deliberadas na AGE da RIPASA ficaram à inteira disposição dos acionistas, não só na sede da Companhia, como também nos sites da RIPASA, da CVM e da Bolsa de Valores de São Paulo";

e) no que tange ao direito de *tag along*, a Companhia destaca que "o Art. 254-A da lei societária expressamente menciona apenas ações votantes. Desta forma, de acordo com este dispositivo legal, apenas acionistas proprietários de ações com direito a voto podem, no contexto de uma alienação de controle, exigir que suas ações também sejam adquiridas por um valor não inferior a 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações do bloco de controle";

f) "ora, o Art. 6º do Estatuto da Ripasa é expresso em não conferir o direito de voto às ações preferenciais. Não há que se falar, portanto, em *Tag Along*";

g) "vale lembrar que a própria Lei de Sociedades por Ações, no Parágrafo 2º do Art. 17, estabelece, como conceito, que preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, deverão constar no estatuto com precisão e minúcia";

h) a fim de respaldar o seu argumento, a Companhia cita Modesto Carvalhosa, cuja opinião é que "o que deve ficar claro é que não cabe ao estatuto criar vantagens que a lei não especifica ou faculta. Compete-lhe apenas escolher, reconhecer e eventualmente combinar os privilégios legalmente preconizados, reproduzindo-os minuciosamente. Essa minúcia é indispensável a fim de evitar dúvidas para os titulares dessas preferências, bem como para estabelecer clara distinção entre as classes de ações preferenciais";

i) ademais, continua a Companhia, "a Lei nº 10.303/01, ao alterar a Lei nº 6.404/76 em seu Art. 17, elencou taxativamente as preferências ou vantagens a que as ações preferenciais passaram a fazer jus, e deu às companhias existentes o prazo de 1 ano (a contar da data de entrada em vigor da lei) para adaptarem seus estatutos. No caso da Ripasa, a adaptação deu-se com a introdução de dividendo, para as ações preferenciais, 10% superior ao das ações ordinárias (alínea "f" do artigo 6º), e não com a introdução do *Tag Along*, como facultado à época pela Lei nº 10.303/01. Tal adaptação foi aprovada em deliberação da assembléia geral extraordinária da Ripasa realizada em 10.12.2002";

j) "do ponto de vista do mercado, notamos que o histórico de negociação das ações preferenciais da Ripasa, inclusive após o anúncio da aquisição de seu controle acionário por VCP e Suzano, não se direciona ao preço pago pelas ações ordinárias do bloco de controle, o que por si já é um indicativo da percepção do mercado acerca da inexistência de *Tag Along* dos acionistas preferencialistas da Ripasa";

k) no tocante à operação de incorporação de ações e ao cancelamento de registro, a RIPASA alega que são evidentes os objetivos que a Companhia quer atingir com a reestruturação proposta, a saber: "(i) promover a migração dos acionistas não controladores de Ripasa para a VCP e Suzano, que atuam no mesmo segmento de mercado da Ripasa, sendo certo que ações em circulação no mercado de VCP e Suzano, sabidamente, têm maior liquidez que da Ripasa; com a implementação da migração dos acionistas não controladores para VCP e Suzano, os mesmos poderão participar de projetos futuros de expansão e capturar maior valor em aludidas companhias; e (ii) constituir um passo necessário para permitir uma futura reorganização na Ripasa, que possibilitará a racionalização de suas atividades, com redução de custos, além de ganhos operacionais e maior competitividade e escala das companhias";

l) "em vista desses objetivos, optou-se pela incorporação das ações da Ripasa pela Ripar, seguida da cisão total da Ripar, com versão à VCP e à Suzano. Note-se que as prescrições da Lei de Sociedades por Ações e da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários foram rigorosamente observadas, em especial a Instrução CVM nº 319, de 1999, conforme alterada, sempre com vistas a respeitar o direito dos acionistas não-controladores de Ripasa";

m) "como dito, as 2 etapas da reestruturação societária observam, rigorosamente, os requisitos legais e as normas regulamentares aplicáveis. As avaliações das companhias envolvidas na operação foram realizadas por instituição financeira e empresas avaliadoras reconhecidas e de primeira linha, sendo certo que a relação de substituição de ações estabelecida pelos acionistas controladores de Ripasa é justa e favorável aos acionistas minoritários de Ripasa. Tanto verdade que este fato foi implicitamente reconhecido pelos próprios Requerentes, que não contestaram os valores apurados pelas avaliações das companhias";

n) "isso demonstra a efetiva intenção dos acionistas controladores de Ripasa em propiciar a migração dos acionistas não controladores para as bases acionárias de VCP e Suzano, de acordo com os melhores parâmetros, indiscutivelmente justos e favoráveis, especialmente se considerado o fato de que, na cisão total de Ripar, não há incidência de direito de recesso, uma vez que não se verifica nenhuma das hipóteses previstas no Art. 137, inciso III, alíneas (a), (b) e (c) da Lei de Sociedade por Ações";

o) com relação à necessidade de realização de OPA, a RIPASA ressalta que é curioso que os requerentes mencionem os casos "Bunge" e "Sudameris", uma vez que, segundo ela, nestes casos, "a CVM manifestou posição pacífica acerca da legitimidade da operação de incorporação de ações, em detrimento da obrigação de realização prévia de OPA para cancelamento de registro de companhia aberta";

p) "na medida em que Suzano e VCP não estão, definitivamente, obrigados a realizar uma OPA de cancelamento de registro de companhia aberta, poderão os Fundos Fator – se assim julgarem conveniente – exercer o direito de recesso a que fazem jus quando da deliberação que vier a aprovar a Incorporação de Ações";

q) quanto ao alegado negócio jurídico indireto, a RIPASA destaca que esta teoria não se aplica à impugnação da pretendida reestruturação societária, pois "no presente caso, os objetivos visados com a reestruturação societária descrita são absolutamente válidos e inatacáveis, tanto do ponto de vista jurídico, como do ponto de vista de mercado. Não ferem normas de ordem pública e destinam-se, justamente, a atender ao interesse de todas as companhias envolvidas e, indiretamente, de seus acionistas";

r) "o argumento dos Requerentes de que "a criação da Ripar ocorreu para que pudesse ser feita a incorporação de ações" é igualmente falacioso, uma vez que, ainda que a aquisição do controle não tivesse sido realizado por meio deste veículo (Ripar), mesmo assim VCP e Suzano não estariam obrigados a realizar a OPA para cancelamento de registro de companhia aberta da Ripasa, haja vista que esta poderia, em tese, conforme reconhecem os Requerentes, ser cindida totalmente, com a conseqüente versão do seu patrimônio, em partes iguais, à VCP e à Suzano. O resultado seria praticamente o mesmo, no qual os acionistas minoritários de Ripasa passariam a integrar o quadro de acionistas de VCP e Suzano, tal qual ocorrerá ao final da reestruturação societária de que tratamos";

s) no que toca ao eventual abuso de poder, a Companhia afirma que "tais alegações são absurdas – mais do que isso, são proferidas de forma irresponsável pelos Requerentes –, porque é sabido que o abuso de poder deve ter, necessariamente, para a sua caracterização, a figura do ato e/ou comportamento ilícito e prejudicial do seu agente, com a finalidade de prejudicar (dolo específico). Ou seja, para que se configure a conduta ilícita imputada pelos Requerentes, faz-se necessária a presença da ilegitimidade da prática do ato que se reputa prejudicial aos acionistas minoritários. Tem que haver a prova cabal de que o controlador agiu em detrimento de um determinado grupo de acionistas ou para a satisfação e/ou em favor de interesses próprios de apenas um grupo ou de determinados grupos de acionistas da companhia";

t) "No caso em exame, não se verifica nenhuma conduta ilícita que, por força de lei, pudesse ser conferida aos controladores e aos seus administradores, uma vez que a operação de Incorporação de Ações de que tratamos é indiscutivelmente lícita, está prevista na lei societária e está sendo levada a efeito mediante a observância de todas as disposições legais e regulatórias aplicáveis";

u) sobre o suposto prejuízo financeiro causado pela operação aos acionistas minoritários, a RIPASA defende que não há que se falar em prejuízos, uma vez que "a relação de substituição de ações dos acionistas minoritários de Ripasa foi apurada com base no valor econômico das companhias, que é favorável aos referidos acionistas se comparada com a relação de substituição apurada com base nos laudos de avaliação elaborados a preços de mercado, conforme preceituado no Art. 264 da Lei das Sociedades por Ações"; e

v) "por conseguinte, e na medida em que restou evidenciado que nenhuma razão assiste aos Requerentes, a Companhia requer a esta Comissão:

(i) acatar a preliminar aduzida e indeferir, de imediato, o pedido de interrupção do prazo de antecedência de convocação da AGE da Ripasa; ou

(ii) pelo mérito, indeferir, na íntegra, os demais pedidos formulados pelos Requerentes, com a conseqüente manutenção do prazo de antecedência de convocação da AGE da Ripasa e o reconhecimento da regularidade e licitude da reestruturação societária que será submetida à apreciação dos acionistas das companhias envolvidas na operação"

IV. DA CORRESPONDÊNCIA ENVIADA PELA ANIMEC

-

15. Em 22.08.05, a ANIMEC encaminhou, via e-mail, correspondência solicitando urgência na análise dos seguintes pontos que vinham sendo questionados por acionistas minoritários, envolvendo a proposta de reorganização societária objeto da AGE da RIPASA marcada para 29.08.05, que, a seu ver, seriam potencialmente prejudiciais a esses acionistas (fls. 215/216):

a) a forma utilizada para a reestruturação está sendo entendida como uma manobra para fugir da necessidade de realizar uma OPA, o que foi confirmado pelas direções da VCP e da SUZANO, conforme consta de gravação feita daquela reunião. Nossa maior preocupação, com relação a essa questão, é que a troca de ações da RIPASA por ações da VCP e da SUZANO, com posterior cancelamento das ações da RIPASA, possa configurar perigoso precedente, que venha a transformar em letra morta a necessidade de realização de uma OPA para fechamento de capital, conforme o previsto no Artigo 4º da Lei de S.A.;

b) o Estatuto da RIPASA prevê (artigo 6º), de forma expressa, que as ações preferenciais têm os mesmos direitos atribuídos às ações ordinárias. Em abril deste ano, a Assembléia Geral ratificou os Estatutos Sociais, mantendo a redação. Entendemos, em razão do exposto, que os acionistas preferencialistas teriam direito ao *tag along* na referida operação; e

c) com relação ao laudo de avaliação, o UNIBANCO foi contratado pelo controlador para realizar os estudos de avaliação econômico-financeira das 3 empresas envolvidas (companhias abertas), o que, em última instância, deveria ser evitado, em razão de eventuais conflitos de interesse.

V. DA MANIFESTAÇÃO DA PFE-CVM

-

16. Em 17.08.05, foi emitido o MEMO/CVM/SEP/GEA-4/nº 63/05, solicitando a manifestação da PFE-CVM sobre o pedido formulado pelos Fundos Sinergia (fl. 231).

17. Em 23.08.05, foi elaborado o MEMO/PFE-CVM/GJU-2/nº 194/05, por meio do qual a PFE-CVM se manifestou o seguinte entendimento (fls. 232 a 245):

a) deve ser rejeitada a alegação preliminar trazida pela RIPASA de que "o requerimento padece de fundamento legal regulamentar, pelo fato de que o art. 3º, § 3º da Instrução 372 estabelece que "*aplicam-se ao requerimento de que trata o caput, no que couberem, as regras do artigo anterior e de seus parágrafos*", e que, portanto, "*a regra constante do Parágrafo 1º (...) pressupõe que a convocação da assembléia geral extraordinária, com prazo de 30 dias de antecedência da sua realização, é plenamente suficiente para que, tanto os acionistas da companhia, como o órgão regulador do mercado, possam conhecer da operação societária, e, notadamente, dos documentos que serão objeto de deliberação no conclave*".

b) "por óbvio, a previsão constante do referido art. 3º refere-se às regras procedimentais, sempre **no que couberem**";

c) "o parágrafo referido pela companhia é regra específica, que emerge da própria *mens legis*. Ou seja, como o comando do art. 2º refere-se à hipótese de compreensão e análise de documentos, cuja providência será de suspensão por até 30 dias, entendeu o legislador que tal prazo (trinta dias) será sempre suficiente";

d) "a questão em pauta refere-se à análise de legalidade da proposta, e a ilegalidade ou não em nada se relaciona ao prazo dado. Isto é, ou a CVM entende que a proposta é legal, ou entende ser ela ilegal"

e) "assim, a interrupção legal independe do prazo da convocação, pois, caso fosse aceita a linha de argumentação da companhia, bastaria à empresa, em tese, publicar a convocação com prazo superior a 30 (trinta) dias, para que a CVM estivesse impedida de analisar a legalidade ou não da proposta de alteração";

f) no que tange ao alegado direito de *tag along* a PFE-CVM entendeu que:

(i) "não se afigura razoável que a cláusula inserida no Estatuto pretenda conferir às ações preferenciais quaisquer

direitos atribuídos **por força de lei** às ordinárias, como pretendem os Requerentes, mas apenas os direitos **estatutários**, ou aqueles decorrentes de decisões de órgãos da própria companhia (pagamento de juros sobre capital próprio, distribuição de dividendos intermediários etc)";

- ii. "observe-se que a Cláusula 6^a trata das vantagens das preferenciais, matéria a ser tratada de forma específica pela assembleia que, por sua vez, tem ampla liberdade de escolha sobre que vantagens serão ou não atribuídas (sem prejuízo da restrição criada na nova redação do §1º do art. 17 da LSA que, por evidente, não elimina essa liberdade, mas apenas condiciona a negociabilidade das ações no mercado à previsão de ao menos uma das vantagens ali descritas)";
- (iii) "tratando-se, portanto, de matéria sujeita à ampla liberdade **contratual**, não soa razoável entender que essa cláusula quer abarcar quaisquer direitos **legalmente** assegurados às ordinárias, no presente ou no futuro";
- (iv) "outrossim, é relevante lembrar que, tratando-se de cláusula que traz preferência **não prevista na LSA**, incide o comando do §2º do art. 17 da LSA";
- (v) a previsão estatutária *sub examine* não é precisa nem minuciosa quanto ao seu real e efetivo alcance. Tal elemento nos leva, mais uma vez, à conclusão de que se está a tratar de cláusula que determina a isonomia dos acionistas **destinada tão somente à própria Companhia**;
- (vi) por fim, ainda quanto ao presente tópico, de se ressaltar que a Companhia adaptou seu estatuto à Lei nº 10.303/01, com a introdução de dividendo, para as ações preferenciais, 10% superior ao pago às ações ordinárias (art. 17, §1º, II da LSA), oportunidade em que se poderia, perfeitamente, ter conferido também o direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle (art. 254-A), mas não o fez;
- (vii) das duas, uma: **ou** a Companhia não necessitava adequar seu Estatuto à reforma da LSA, pois o próprio estatuto já tinha cláusula '*em branco*' capaz de elasticar indeterminadamente os direitos dos preferencialistas, **ou** a Companhia necessitava optar entre uma das preferências trazidas no art. 17, §1º para ter suas ações negociadas no mercado; e
- (viii) ao optar pela inclusão de nova preferência, fica flagrante, até por ser essa a interpretação que norteou o procedimento da companhia, que a cláusula de isonomia destina-se apenas aos órgãos internos da RIPASA;

g) quanto ao eventual negócio jurídico indireto nas propostas levadas à deliberação na assembleia, entendeu que:

- (i) conforme reconhecem os requerentes, nos julgamentos dos casos Bunge e Sudameris, o Colegiado da CVM reverteu o entendimento adotado no caso BR Distribuidora, "estabelecendo que a incorporação de ações não se confunde com o procedimento exigido para o cancelamento do registro de companhia aberta, uma vez que a proteção dos interesses dos acionistas minoritários, nesse ponto, se dá na forma do art. 264, com redação alterada pela Lei nº 10.303/01";
- (ii) nos casos envolvendo a incorporação de ações de companhia controlada por controladora, "para proteger os acionistas não-controladores da sociedade a ser transformada em subsidiária integral, que não influenciam a formação da vontade dessa companhia, a lei estabelece a obrigatoriedade de ser feita uma avaliação do patrimônio tanto da incorporadora das ações quanto da companhia cujas ações serão incorporadas, a preço de mercado, ou com base em outro critério aceito pela CVM [art. 264 da Lei nº 6.404/76], determinando, ainda, que sendo a relação de troca proposta menos vantajosa do que aquela que resultar da referida avaliação, os acionistas não controladores da companhia a ser transformada em subsidiária integral poderão ter direito de recesso, recebendo por suas participações, como valor do reembolso, aquele correspondente ao patrimônio da referida companhia";
- (iii) a problemática da questão reside, exatamente, no possível desvio de finalidade do instituto (art. 252 da Lei 6.404/76), cujo objetivo sempre deve estar vinculado ao interesse social, mas que pode ser utilizado com outras finalidades, como alegam os Requerentes ser a hipótese dos autos, onde os controladores estariam interessados apenas no fechamento de capital da companhia cujas ações serão incorporadas, o que vem suscitando teses no sentido de que se trataria de negócio jurídico indireto e em fraude à lei, cuja comprovação, diga-se desde logo, é difícil e exige dilação probatória, pois depende da específica prova de que a finalidade única da operação tenha sido o fechamento do capital da companhia controlada;
- (iv) demais disso, no caso concreto, ao final da reestruturação societária, os acionistas da RIPASA migrarão para companhias que também são abertas (VCP e Suzano), o que afasta, ao menos *a priori*, o argumento de fraude à lei;
- (v) no caso concreto, portanto, a tese dos Requerentes de ter a RIPAR deliberado proceder à incorporação de ações da RIPASA somente com o propósito de cancelamento do registro de companhia aberta não se demonstra verossímil;
- (vi) por ora, qualquer elucubração para além do exposto afigura-se prematura, exigindo-se, para a punição pela eventual prática de abuso de controle relacionada à operação pretendida, dilação probatória aprofundada, o que traz inafastável incompatibilidade com o célere procedimento a que lançaram mão os Requerentes; e
- (vii) obviamente o juízo ora proferido acerca da legalidade das propostas não isenta os controladores de posterior punição, se comprovada, pelos meios ordinários, sua conduta desconforme com o interesse social ou com a legislação vigente. A presente análise, assim, não confere nenhum "selo de qualidade" às operações ora efetuadas. Apenas afasta a incidência, *in casu*, da obrigação desta autarquia de "*informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares*" (art. 124, § 5º, II, *in fine*).

h) no que tange às alegações acerca da existência de infração ao dever de informar previsto no art. 157 da Lei nº 6.404/76, a PFE-CVM manifestou que:

- (i) a leitura dos três fatos relevantes divulgados pela Companhia não nos permite concluir, *in limine*, que tenha havido mudanças de entendimento ou retardo na divulgação de informações; e
- (ii) de qualquer forma, entendemos que essa questão não está ligada à legalidade ou não da proposta a ser

submetida à AGE, motivo pelo qual não é o procedimento do § 5º do art. 124 da LSA adequado para a discussão do tema.

i) quanto à alegação sobre eventuais prejuízos aos acionistas minoritários manifestou que "muito embora a CVM já tenha recomendado utilização de critério de valor econômico para fins de recesso (Processo CVM nº 2004/2274), levando em conta, certamente, as peculiaridades do caso então analisado, fica flagrante que não há qualquer ilegalidade no procedimento adotado", tendo em vista o estabelecido no art. 264 da Lei nº 6.404/76; e

j) face ao exposto a PFE-CVM concluiu "pela desnecessidade de interrupção do prazo de convocação da AGE da RIPASA, ante a ausência de quaisquer elementos que permitam à CVM opinar pela ilicitude das deliberações propostas à AGE"

VI. DO ENTENDIMENTO DA GEA-4

a) Da questão preliminar levantada pela Ripasa

18. Em sua manifestação, a RIPASA alegou, preliminarmente, que o pedido de interrupção do curso do prazo de convocação da assembléia geral extraordinária não pode ser acatado pela CVM em face de:

i. estar estabelecido no § 3º, do art. 3º da Instrução CVM nº 372/02, que se aplicam a esse requerimento as regras do art. 2º e seus parágrafos, sendo que em seu § 1º está previsto que o requerimento ali disciplinado não será admitido quando a assembléia tiver sido convocada com prazo de antecedência de, no mínimo, 30 dias; e

(ii) no caso em tela, a AGE da RIPASA foi convocada com 38 (trinta e oito) dias de antecedência, prazo suficiente para que o mercado e o órgão regulador pudessem conhecer da operação.

19. Consideramos, assim como a PFE-CVM, que tal alegação não encontra fundamento na Instrução CVM nº 372/02 e no § 5º, II, do art. 124 da Lei das S/A, pois:

a) o § 3º do art. 3º da Instrução CVM nº 372/02, que regula a hipótese de interrupção da fluência do prazo de convocação de Assembléia Geral, estipula que se aplicam a esse tipo de requerimento as regras do art. 2º e seus parágrafos, no que couberem;

b) o § 1º do art. 2º trata de uma regra especificamente aplicável aos pedidos de **adiamento** de assembléia geral, conforme a própria remissão ao *caput* demonstra;

c) assim, a convocação de assembléia geral com mais de 30 (trinta) dias de antecedência não exclui a possibilidade de a CVM interromper o curso do prazo, para que possa melhor conhecer e analisar as propostas de deliberação.

b) Do direito ao tag along

20. Um dos principais argumentos apresentados pelos Fundos Sinergia em sua petição baseia-se no suposto direito ao *tag along* que os acionistas preferencialistas teriam por conta da operação em curso. A esse respeito, ressaltam os seguintes pontos:

a) os acionistas preferencialistas da RIPASA teriam direito ao *tag along* em virtude de estar estabelecido na alínea "c" do art. 6º do Estatuto Social da companhia que:

"Art. 6º - As ações preferenciais gozarão das seguintes vantagens:

(...)

c) todos os demais direitos que forem atribuídos às ações ordinárias, ressalvando o disposto no § 7º do art. 5º"

b) tal cláusula, que já constava do Estatuto antes da publicação da Lei nº 10.303/01, garantiria a extensão às ações preferenciais de emissão da RIPASA de qualquer direito que viesse a ser atribuído pelo Estatuto ou por Lei às ações ordinárias; e

c) assim sendo, ao ter sido atribuído pela Lei nº 10.303/01 o direito de *tag along* às ações ordinárias, tal direito teria se incorporado ao patrimônio das ações preferenciais de emissão da RIPASA, como vantagem adicional, motivo pelo qual tais acionistas teriam direito a receber da VCP e SUZANO, em uma oferta pública de aquisição de ações, o valor de **R\$ 7,58 por ação**, correspondente a 80% do valor pago por ação ordinária da RIPASA, quando da aquisição do controle pela VCP e SUZANO.

21. Por outro lado, a RIPASA destaca que:

a) a interpretação de que os preferencialistas de RIPASA teriam direito ao *tag along* carece de fundamento jurídico tendo em vista que:

(i) o art. 254-A da Lei das S/A menciona apenas ações votantes, assim apenas acionistas proprietários de ações com direito a voto fazem jus ao direito de, no âmbito de uma alienação de controle, terem suas ações adquiridas por um valor não inferior a 80% do valor pago pelas ações do bloco de controle;

(ii) a concessão do *tag along* não se presume, só podendo ser atribuída se disposta expressamente no Estatuto Social, o que não ocorre no caso em comento;

(iii) o § 2º do art. 17 estabelece que as preferências e vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, deverão constar do Estatuto Social com precisão e minúcia;

(iv) ao proceder as alterações estatutárias previstas na Lei nº 10.303/01, a RIPASA introduziu dividendo, para as ações preferenciais, 10% superior ao das ações ordinárias (alínea "f" do art. 6º) e não o direito de *tag along*;

(v) "a alínea "c" do art. 6º do Estatuto Social da RIPASA é anterior à Lei nº 10.303/01, e não se referia ao *tag along*. Logicamente, a simples reintrodução do *tag along* da Lei de Sociedade por Ações em 2001 não poderia fazer surgir automaticamente na RIPASA o direito ao *tag along*, se a disposição estatutária preexistente não o contemplava";

b) a reestruturação societária a ser deliberada na RIPASA foi estabelecida com dois objetivos precípuos: (i) promover a migração dos acionistas não

controladores de Ripasa para a VCP e Suzano, que atuam no mesmo segmento de mercado da Ripasa, sendo certo que ações em circulação no mercado de VCP e Suzano, sabidamente, têm maior liquidez que da Ripasa; com a implementação da migração dos acionistas não controladores para VCP e Suzano, os mesmos poderão participar de projetos futuros de expansão e capturar maior valor em aludidas companhias; e (ii) constituir um passo necessário para permitir uma futura reorganização na Ripasa, que possibilitará a racionalização de suas atividades, com redução de custos, além de ganhos operacionais e maior competitividade e escala das companhias; e

c) em vista disso, fica evidente que não houve qualquer intenção dos acionistas controladores de RIPASA em utilizar a incorporação de ações, com a finalidade de "evitar" a realização da OPA.

22. Primeiramente, consideramos importante destacar que o disposto no inciso II do §5º do art. 124 da Lei nº 6.404/76 tem por objeto a análise da legalidade das propostas submetidas à deliberação de assembléias gerais de acionistas, motivo pelo qual entendemos que a questão suscitada pelos Fundos Sinergia quanto ao eventual direito dos acionistas preferencialistas de RIPASA ao *tag along* não se presta à finalidade prevista naquele instituto.

23. Inobstante esse fato, o exame da questão levou-nos a concluir que:

a) não nos parece procedente a interpretação de que uma norma genérica, incluída no Estatuto antes da previsão do direito ao *tag along*, possa ser compreendida como capaz de garantir a extensão desse direito específico para os acionistas preferencialistas;

b) ressalte-se que, com a nova redação dada pela Lei nº 10.303/01 ao art. 17 da Lei Societária passou-se a exigir como requisito para sua negociabilidade que, independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, tivessem ainda, ao menos uma das preferências ou vantagens elencadas nos incisos I, II e III do § 1º;

c) constam dos incisos II e III do §1º, respectivamente, o direito de as ações preferenciais (i) receberem dividendo pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária; e (ii) serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias;

d) ao realizar, na AGE de 10.12.02, a adaptação de seu Estatuto Social à nova redação dada pela Lei nº 10.303/01 ao art. 17 da Lei Societária, a RIPASA introduziu o dividendo majorado como vantagem adicional para as ações preferenciais de sua emissão, fato esse que demonstra que a Companhia, já àquela época, não entendia que o art. 6º do Estatuto conferisse direito ao *tag along* para essas ações; e

e) além disso, a ressalva efetuada na alínea "c" do art. 6º a uma norma interna do Estatuto também autoriza entender que os direitos ali referidos, que devem ser obrigatoriamente estendidos aos preferencialistas, são aqueles que venham a ser outorgados aos ordinários pelo próprio estatuto.

c) Da existência de simulação na operação proposta

24. Os Fundos Sinergia alegam que a incorporação das ações de emissão da RIPASA pela RIPAR não visa transformá-la em subsidiária integral, conforme estabelece o art. 252 da Lei das S/A, já que a mesma assumirá essa qualidade por apenas um dia, pois a RIPAR será totalmente cindida no dia seguinte à operação.

25. Nesse sentido, alegam, ainda, que a criação da RIPAR teve como único objetivo possibilitar a utilização do art. 252 da Lei nº 6.404/76, uma vez que caso a VCP e a SUZANO detivessem participação direta na RIPASA não seria possível a existência de uma subsidiária integral, que pressupõe a existência de apenas um sócio.

26. Assim, tal configuração societária teria sido estruturada somente para permitir que a VCP e a SUZANO promovessem o fechamento de capital da RIPASA e não para transformá-la em subsidiária integral, o que configuraria a hipótese de negócio jurídico indireto.

27. A RIPASA, por outro lado, alegou, principalmente, que:

a) a reestruturação societária a ser deliberada na RIPASA foi estabelecida com o objetivo de:

a. promover a migração dos acionistas não controladores de RIPASA para VCP e SUZANO, que atuam no mesmo segmento de mercado da RIPASA e cujas ações têm maior liquidez;

(ii) permitir uma futura reorganização na RIPASA e a racionalização de suas atividades, com redução de custos, além de ganhos operacionais e maior competitividade e escala das companhias; e

(iii) possibilitar o aproveitamento rápido e integral de tais ganhos, em benefício de todos os acionistas.

b) não houve qualquer intenção dos acionistas controladores de RIPASA em utilizar a incorporação de ações com a finalidade de evitar a realização de OPA;

c) as duas etapas da reestruturação societária (incorporação de ações da RIPASA pela RIPAR e cisão total de RIPAR) observam os requisitos da legislação aplicável. Ademais, os Requerentes não contestaram os valores apurados nas avaliações das empresas envolvidas;

d) na cisão total de RIPAR foi utilizada a mesma relação de substituição de ações adotada na incorporação (valor econômico), o que demonstra a intenção dos controladores de propiciar a migração para as bases acionárias de VCP e SUZANO de forma justa e favorável, especialmente se considerado que na cisão total da RIPAR não há a incidência de recesso, tendo em vista o inciso III do art. 137 da Lei das S/A; e

e) o argumento dos Requerentes de que a criação da RIPAR somente ocorreu para que pudesse ser feita a incorporação de ações e posterior fechamento do capital sem a realização de OPA não procede, pois ainda que a aquisição de controle de RIPASA não tivesse sido feita através de RIPAR, a RIPASA poderia ser cindida totalmente, conforme reconhecem os reclamantes, e o resultado desta operação seria praticamente igual ao caso em tela, já que os acionistas de RIPASA passariam a integrar o quadro de acionistas de VCP e SUZANO.

28. Quanto a essa questão, cabem nossos seguintes comentários:

a) o cancelamento de registro de companhia aberta e a incorporação de ações são institutos distintos, que tratam de matérias diferentes;

b) o primeiro é disciplinado no art. 4º e seus parágrafos, da Lei nº 6.404/76, bem como pelas disposições da Instrução CVM nº 361/02, que regulam os procedimentos para cancelamento de registro de companhia aberta, exigindo a formulação da oferta pública. O segundo é regulado pelo art. 252 da Lei nº 6.404/76, que trata da incorporação de todas as ações do capital social de uma companhia ao patrimônio de outra, para convertê-la em subsidiária integral;

c) muito embora uma operação de incorporação de ações possa redundar no cancelamento de registro da companhia cujas ações foram incorporadas, há

que se ressaltar que a faculdade da realização dessa operação se encontra expressamente prevista na Lei das S/A, com um regime de proteção próprio que é a possibilidade do exercício do direito de retirada pelos acionistas dissidentes da deliberação;

d) assim, conforme entendimento já assentado na CVM quando da análise da legalidade de outras propostas de incorporação de ações submetidas a assembleias gerais, a afirmação quanto à existência, ou não, de irregularidade depende da comprovação de que o fim visado pela incorporação é o de promover o cancelamento do registro e não um processo de reorganização societária das empresas envolvidas;

e) no caso em exame, não há, no momento, evidências de que a criação da RIPAR tenha tido outro fim que não possibilitar a aquisição e exercício de poder de controle de RIPASA em bases equilibradas pela VCP e SUZANO, assim como não há indícios, a princípio, de que a incorporação de ações de emissão da RIPASA pela RIPAR e a posterior cisão dessa última não tenham por objetivo promover a migração dos acionistas não dissidentes para a VCP e SUZANO e possibilitar a pretendida reorganização societária de RIPASA;

f) ou seja, não há indícios de que o cancelamento de registro de companhia aberta de RIPASA seja o fim visado na operação e não uma possível consequência da aludida reorganização societária proposta pelos acionistas controladores;

g) ressalte-se, ainda, que as opiniões emitidas pelos Diretores de Relações com Investidores da SUZANO e da VCP em reunião aberta da ANIMEC não nos parecem autorizar entendimento contrário ao acima exposto;

h) também nos parece procedente o argumento da Companhia de que "ainda que a aquisição do controle não tivesse sido realizada por meio deste veículo (Ripar), mesmo assim VCP e Suzano não estariam obrigados a realizar a OPA para cancelamento de registro de companhia aberta da Ripasa, haja vista que esta poderia (...) ser cindida totalmente, com a consequente versão do seu patrimônio, em partes iguais, à VCP e à Suzano. O resultado seria praticamente o mesmo, no qual os acionistas minoritários de Ripasa passariam a integrar o quadro de acionistas de VCP e Suzano, tal qual ocorrerá ao final da reestruturação societária de que tratamos"; e

i) face ao exposto, consideramos que não há evidências, no momento, de que a operação de incorporação de ações de RIPASA pela RIPAR possa ser enquadrada como um negócio jurídico indireto que visa ao fechamento de capital da RIPASA.

d) Da infração ao art. 157 da lei n° 6.404/76 e da ocorrência de abuso de poder

29. Os Fundos alegaram ainda que a operação de reorganização societária em comento configuraria exercício abusivo do poder de controle por parte de VCP e SUZANO e que essas companhias teriam violado o dever de informar previsto no art. 157, § 4° da Lei n° 6.404/76, uma vez que:

a) no primeiro comunicado de fato relevante ao mercado, foi informado que seria procedido o cancelamento de registro de companhia aberta de RIPASA, informação essa que foi fundamental para a decisão dos Fundos e demais investidores de permanecer ou não como acionistas de RIPASA;

b) no segundo fato relevante, as empresas foram omissas com relação ao fechamento de capital e também com relação à real intenção de promover a incorporação de ações;

c) apenas no terceiro fato relevante, as Companhias informaram sobre a incorporação de ações, sem fazer menção ao fechamento de capital; e

d) a Instrução CVM n° 358/02 determina que qualquer mudança nos fatos ou intenções objeto das declarações feitas deve ser imediatamente comunicada, o que não foi respeitado pela VCP e pela SUZANO

30. Em sua manifestação, a RIPASA argumentou que:

a) face ao manifestado pela Companhia nos itens "b", "c", "d" e "e", do parágrafo 27, retro, não há provas de que os acionistas controladores agiram com abuso de poder de controle; e

b) não houve infração ao disposto na Instrução CVM n° 358/02, pois em nenhum momento foi informado ao mercado que seria promovido o "fechamento de capital" da RIPASA

31. No que tange a esse ponto, cabe-nos considerar os seguintes aspectos:

a) no primeiro fato relevante divulgado em 10.11.04, foi informado que poderia ser implementada uma reestruturação societária, que permitiria aos acionistas de RIPASA a migração para SUZANO e VCP, com base no valor econômico das ações preferenciais de que fossem titulares. Ao final deste processo seria promovido o cancelamento de registro de companhia aberta da RIPASA, que seria transformada em unidade produtiva;

b) o segundo fato relevante, divulgado em 31.03.05, se prestou a divulgar informações acerca da implementação da operação de aquisição de controle anteriormente divulgada;

c) o terceiro fato relevante, divulgado em 20.07.05, informou que a proposta de reestruturação societária seria submetida às assembleias gerais das companhias envolvidas, por meio da qual "os acionistas não-controladores da RIPASA tornar-se-ão acionistas de VCP e SUZANO, conforme Protocolo e Justificação de Incorporação de Ações e Cisão Total";

d) face ao exposto, entendemos que não existem evidências de que tenha havido mudança na intenção anteriormente declarada pela VCP e pela SUZANO, de forma que não se vislumbra infração aos regulamentos supramencionados com relação especificamente a essa questão levantada pelos Fundos; e

e) tendo em vista o mencionado nos itens "d" e "i" do parágrafo 28, retro, também entendemos que não há, no momento, indícios de abuso de poder de controle por parte dos acionistas controladores indiretos de RIPASA na operação proposta.

e) Do suposto prejuízo financeiro aos acionistas minoritários de RIPASA

32. Os requerentes argumentam que:

a) a operação acarretaria prejuízo financeiro aos acionistas minoritários de RIPASA, na medida em que o valor do reembolso, apurado com base no **valor patrimonial** das ações é de **R\$ 2,88**, enquanto que o valor estabelecido para a **relação de troca** é de **R\$ 5,74**. Desta forma, a diferença entre os valores propostos praticamente obriga a migração para a VCP e a SUZANO;

b) ressaltam que tomaram a decisão de investir na RIPASA baseados no seu conhecimento sobre a forma de gestão e planos de investimento e negócios e que o mais razoável seria que os acionistas minoritários de RIPASA recebessem o preço das ações pelo valor econômico, o que seria feito por oferta pública de aquisição de ações; e

c) nesse ponto, mencionam o entendimento emitido pela SEP no caso Sudameris, em que ficou demonstrado que a Lei das S/A não protege o minoritário no caso de incorporação de ações, dada a recomendação feita naquele caso para que o reembolso das ações dos acionistas dissidentes fosse feito de acordo com o apurado no laudo a valor econômico para equilibrar o interesse do controlador e do minoritário.

33. A RIPASA, por sua vez, alegou que:

a) "a reestruturação societária de RIPASA não resultará em qualquer prejuízo financeiro aos acionistas de RIPASA, uma vez que, a relação de substituição de ações dos acionistas minoritários de RIPASA foi apurada com base no valor econômico das companhias, que é favorável aos referidos acionistas se comparada com a relação de substituição apurada com base nos laudos de avaliação elaborados a preços de mercado"; e

b) nesse sentido, argumentam que a regra estabelecida no art. 264 da Lei nº 6.404/76 "somente admite a hipótese do acionista dissidente optar pelo valor das ações calculado com base no seu preço de mercado, caso a relação de substituição de ações dos acionistas minoritários, previstas no protocolo e justificação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista no artigo mencionado", o que não ocorre no caso.

34. No tocante a esse assunto, cabe-nos salientar que:

a) o art. 264 somente faculta aos acionistas dissidentes optar, ao exercer o direito de recesso, entre o reembolso de suas ações calculado com base no valor do patrimônio líquido contábil e o valor do patrimônio líquido a preço de mercado, caso a relação de substituição das ações dos acionistas minoritários indicada no Protocolo seja menos vantajosa do que aquela resultante da avaliação do patrimônio líquido a preço de mercado;

b) no caso em análise, conforme consta do Protocolo, a relação de troca estabelecida, com base no valor econômico, não é menos vantajosa, dado que "qualquer critério utilizado para a fixação da relação de substituição resulta na mesma relação, uma vez que a RIPAR tem como único ativo ações de RIPASA".

35. Com relação à menção ao entendimento emitido pela SEP no caso Sudameris, consideramos importante destacar que a recomendação, por esta Superintendência, da adoção pelas companhias de procedimentos não expressamente exigidos na legislação deve sempre ser realizada de forma absolutamente excepcional.

36. Conforme consta do MEMO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 034/04 e da decisão do Colegiado de 20.04.04, a sugestão feita pela SEP e efetuada pela CVM no caso Sudameris foi realizada considerando características particulares daquele caso, que não se reproduzem aqui.

37. Cabe ressaltar, contudo, que não há impedimento para que o reembolso dos acionistas dissidentes da deliberação de incorporação das ações de RIPASA seja calculado pelo valor econômico das ações, dado que o Estatuto Social da companhia não estabelece normas para o cálculo do reembolso.

VII. DA CONCLUSÃO

-

38. Face ao acima exposto, entendemos que:

a) o disposto na alínea "c" do art. 6º do Estatuto Social de RIPASA não autoriza o entendimento de que as ações preferenciais de emissão da companhia tenham direito ao *tag along*; e

b) não há necessidade de interrupção do curso do prazo de convocação da AGE de RIPASA, uma vez que não há elementos que permitam à SEP entender que existam ilicitudes nas deliberações propostas à AGE.

39. Ressalte-se que o entendimento aqui emitido não afasta a possibilidade de ser instaurado processo administrativo sancionador caso, no acompanhamento da operação previsto no §2º do art. 3º da Instrução CVM nº 372/02, ou na análise do conjunto da reestruturação envolvendo RIPASA, RIPAR, VCP e SUZANO, venha a ser verificada a existência de infração à legislação societária ou desconformidade com a regulamentação pertinente.

Isto posto, encaminhamos o presente processo a essa SGE para posterior encaminhamento ao Colegiado, nos termos da Instrução CVM nº 372/02.

Atenciosamente,

PATRICK VALPAÇOS FONSECA LIMA

Analista

CLAUDIA DE OLIVEIRA HASLER

Gerente de Acompanhamento de Empresas – 4

Em Exercício

De acordo, em 24/08/2005

ELIZABETH LOPEZ RIOS MACHADO

Superintendente de Relações com Empresas