

## Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade

Analisa-se, nesta reunião, Memorando da Superintendência de Relação de Empresas – SEP desta autarquia, que recomenda a rejeição de pedido, deduzido por acionistas titulares de ações preferenciais de Ripasa S.A. Papel e Celulose ("Ripasa"), de interrupção da fluência do prazo para a realização de assembléia geral, formulado com base no art. 124, § 5º, da Lei 6.404/76.

Tal assembléia geral faz parte da cadeia de atos societários da Ripasa que, em apertada síntese, deliberarão sobre (i) a incorporação de ações de Ripasa por uma sociedade fechada (a Ripasa Participações S.A. - "Ripar"), especialmente criada pelas duas companhias que recentemente adquiriram o controle de Ripasa (Vororantin Celulose e Papel S.A. - "VCP" e Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A. - "Suzano"), e utilizada como veículo para aquisição das ações ordinárias de emissão da Ripasa(1), e (ii) a cisão de Ripar, e a subsequente incorporação das sociedades resultantes da cisão por VCP e Suzano.

Sustentam os acionistas requerentes, em resumo, que (i) a operação implicaria em fechamento indireto do capital da Ripasa, com burla à regra legal que impõe, para esse fim, a realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA), tendo sido inclusive previsto esse fechamento de capital em cláusula do acordo de acionistas celebrado pelos novos controladores; e (ii) as ações preferenciais de Ripasa, diante da redação do Estatuto da Companhia, fariam jus a participar de OPA por alienação de controle (*tag along*), nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/76 (que não foi realizada), tendo em vista serem-lhe assegurados, pelo estatuto, todos os direitos das ações ordinárias, menos o de voto.

Sobre a matéria preliminar da impossibilidade de suspender-se a assembléia com base na espécie de questionamento formulado, concordo com a observação do Diretor Pedro Marcilio de que, em ambos os casos, discute-se, em verdade, a obrigação de uma realização de uma OPA (de fechamento de capital ou de *tag along*), e não a legalidade ou a ilegalidade das propostas apresentadas à AGE. Não me furto, contudo, de manifestar-me sobre o mérito de tais questionamentos, até mesmo em respeito aos reclamantes, tomando, para tanto, seu requerimento como consulta.

### Fechamento indireto de capital e incorporação de ações: um caso de má fama indevida.

Em primeiro lugar manifesto-me quanto à alegação relativa ao *fechamento indireto de capital* da Ripasa. Como tenho dito reiteradas vezes, sobre tal ponto não me parece possa existir controvérsia, ao menos desde 2001, à luz dos termos expressos dos arts. 264, § 4º, e 223, §§ 3º e 4º, da Lei 6.404/76.

Com efeito, o § 3º do art. 223 da Lei 6.404/76, acrescentado pela Lei 9.457/97, determina:

"§ 3º Se a incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de 120 (cento e vinte) dias, contados da data da assembléia geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários."

"§ 4º O descumprimento do previsto no parágrafo anterior dará ao acionista direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), nos 30 (trinta) dias seguintes ao término do prazo nele referido, observado o disposto nos §§ 1º e 4º do art. 137."

O § 4º do art. 264 da Lei 6.404/76, com a redação da Lei 10.303/01, determina que as normas do *caput* daquele artigo (que versam sobre a incorporação, pela controladora, de sociedade controlada) sejam aplicadas às incorporações de ações que envolvam tais sociedades:

"§ 4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à **incorporação de ações de companhia controlada ou controladora**, à incorporação, fusão e incorporação de ações de **sociedades sob controle comum**" (grifou-se)

No caso concreto, tem-se, exatamente, a *incorporação de ações de companhia controlada* (a Ripasa) *por companhia controladora direta* (a Ripar), sua cisão, e a subsequente incorporação de *companhias controladas* (as companhias fechadas resultantes da cisão) pelas *controladoras*.

Ao ser realizada a operação descrita, todas as normas legais referidas (e outras) têm incidência específica: (i) à incorporação de ações aplicam-se as regras do art. 264, tendo sido por isto providenciada a elaboração de laudo de avaliação de patrimônio líquido a valor de mercado; (ii) tratando-se de incorporação de ações, foi assegurado, na forma do art. 252, § 2º, da Lei 6.404/76, direito de recesso aos acionistas da sociedade incorporada (Ripasa); e, (iii) sendo a incorporadora das ações companhia fechada, e desde logo declarando-se que seu capital não seria aberto (até porque a companhia seria cindida e incorporada em seguida), foi assegurado o direito de recesso, na forma do § 4º do art. 223 da Lei 6.404/76.

A incidência de tais normas específicas afasta, por evidente, a incidência da norma genérica do art. 4º, §4º, da Lei 6.404/76, que determina a realização de OPA previamente ao cancelamento de registro de companhia aberta. Tal regra deve ser lida — como aliás toda e qualquer regra — com a ressalva, implícita, óbvia e por isto desnecessária, "*salvo disposição em contrário*".

Há, no caso, norma em sentido contrário, qual seja, a regra do art. 223 da Lei 6.404/76, relativa às incorporações, que determina que a penalidade aplicável pela não abertura de capital da incorporadora (isto é, pelo *fechamento indireto de capital*) é o pagamento, pela companhia incorporadora, do valor de recesso aos acionistas que assim o desejarem.

Também o art. 264, expressamente mandado aplicar às incorporações de ações, admite a incorporação de controlada por controladora, apenas estabelecendo (i) um dever de realizar-se uma avaliação adicional, a preços de liquidação da companhia e (ii) a eventual obrigação de facultar o exercício do direito de recesso por tal valor.

Portanto, realizada a incorporação (seja incorporação de ações, seja completa incorporação), pode ocorrer que o capital da companhia incorporadora não seja aberto, e neste caso assegura-se o direito de recesso. Aliás, sempre me pareceu que a aplicação de tal regra às incorporações de ações decorria, antes mesmo do art. 264, § 4º ser modificado em 2001, do fato de que, se ela não se aplicasse, a incorporação de ações permitiria o *fechamento indireto de capital* sem o pagamento do recesso, que seria, contraditoriamente, obrigatório nas incorporações. Isto seria iníquo, e contra o espírito da lei, porque as operações de incorporação e de incorporação de ações, *do ponto de vista dos acionistas da sociedade incorporada*, produzem rigorosamente o mesmo efeito.

Não há uma única diferença entre as operações de incorporação e de incorporação de ações, do ponto de vista de tal acionista: em ambas as operações ele é expulso da companhia, junto com o controlador; em ambas tem direito de recesso (ou não tem em ambas, se ação for líquida e houver dispersão); em ambas não faz jus a uma oferta pública de fechamento de capital; e em ambas, se a incorporadora for de capital fechado, e não o abrir, tem assegurado o direito de recesso (e neste caso mesmo que as ações da incorporada sejam líquidas e dispersas).

Se alguma diferença há, na incorporação de ações, *do ponto de vista dos acionistas da sociedade incorporada*, ela consiste em um **direito adicional**, em relação às incorporações completas, qual seja, o *direito de preferência* estabelecido no art. 253, seja para adquirir ações da subsidiária integral, se e quando elas forem total ou parcialmente alienadas, seja para subscrever aumento de capital da sociedade, se ela admitir novos acionistas, deixando de ser subsidiária integral.<sup>(2)</sup>

Por isto tenho dito que é muito injusta a fama da operação de incorporação de ações, de ser um meio especial de fechar o capital indiretamente. Quem o afirma parece não atentar para o fato de que, tanto na incorporação quanto na incorporação de ações, *o acionista da sociedade incorporada é obrigado a entregar todas as suas ações, e receber ações da sociedade controladora*.

### **Não há indício de fraude ou de outro ilícito neste caso**

Dir-se-á que, em caso de fraude, poderia criar-se uma subsidiária integral fechada, não se lhe abrir o capital, e obrigar-se a retirada dos acionistas minoritários, que não teriam outra opção econômica efetiva que não exercer o recesso. Mas este argumento seria muito fraco, porque, em caso de fraude (criação ou utilização de uma companhia ou de outro veículo com essa única finalidade), a CVM e o Judiciário poderiam atuar, a primeira punindo o acionista controlador que assim deliberasse, e o segundo impedindo que a operação se consumasse, desfazendo-a ou, ao menos, determinando a indenização de prejuízos.

No caso concreto, contudo, tal argumento não teria nenhuma lógica, pois ambas as companhias que afinal terminarão incorporando as sociedades resultantes da cisão de Ripar são abertas (VCP e Suzano), assegurando-se aos acionistas minoritários da incorporada o direito de migração, alternativamente ao de recesso.

A pura e simples apropriação de sinergias operacionais pode ser obtida tanto com a incorporação como com a incorporação de ações. A incorporação, nesse quesito, é, em regra, até mais vantajosa, pois não se torna necessária, como na incorporação de ações, a manutenção de uma pessoa jurídica (a subsidiária integral), com os custos daí decorrentes.

Por isto, como se sabe, é que a escolha da incorporação de ações quase sempre se dá por razões tributárias, na medida em que a incorporação pura e simples ocasiona a perda do direito de compensação dos prejuízos e créditos tributários existentes na companhia incorporada. A manutenção de vantagens fiscais, e a possibilidade de sua apropriação pela operação lucrativa da companhia já após a reestruturação, é que motiva, na maioria das vezes, a utilização da incorporação de ações.

Em alguns casos tem se alegado que a incorporação teria servido, ainda, à função de aumentar a posição relativa do novo controlador no capital da sociedade adquirida, a um custo mais baixo que o pago pelas ações de controle. Neste caso concreto, entretanto, isto não ocorreu: as ações de controle adquiridas pelos novos controladores estão sendo vertidas para as sociedades controladoras pela mesma relação de troca das ações preferenciais.

Com efeito, o Protocolo e Justificação de Incorporação de Ações e Cisão Total é explícito ao afirmar que *"[o]s acionistas de RIPASA receberão tantas ações de RIPAR quantas necessárias para manter exatamente o mesmo porcentual que atualmente detêm no capital de RIPASA. A relação de substituição foi estabelecida com base no valor econômico, resultando em 8,693318390 ações ordinárias de RIPAR para 1 (uma) ação ordinária de RIPASA, e 8,693318290 ações preferenciais de RIPAR para 1 (uma) ação preferencial de RIPARSA. Qualquer critério utilizado para a fixação de relação de substituição de ações resulta na mesma relação, uma vez que a RIPAR tem como único ativo ações de RIPASA. Frações de ações de RIPAR resultantes da relação de substituição serão completadas por doações de VCP e SUZANO."*

Adicionalmente, o Protocolo também esclarece que "[o]s ativos e passivos de RIPAR, que serão cindidos e incorporados por VCP e SUZANO, em partes iguais, pelos seus valores contábeis, como constantes do Balanço Patrimonial a ser levantado em 31.7.2005, auditado por Ernst & Young Auditores Independentes S/S e ajustado por eventos subseqüentes, são: (i) a totalidade das ações ordinárias e ações preferenciais da RIPASA; e (ii) ágio", sendo certo, ainda segundo o Protocolo, que tal ágio, na forma da Instrução CVM 319, *"será aproveitado em benefício de todos os acionistas da SUZANO, VCP e RIPASA."*

Em suma: goste-se ou não das normas legais aplicáveis ao caso, <sup>(3)</sup> elas são específicas e cristalinas, e não comportam interpretação que as afaste, mediante a aplicação da regra geral do art. 4º, §4º, da Lei 6.404/76 sobre ofertas públicas de cancelamento de registro aos casos de incorporação ou de incorporação de ações, ressalvadas, evidentemente, as hipóteses de fraude ou de outras condutas ilícitas.

### **Inexistência de Tag Along**

Quanto ao segundo tema também me parece não assistir razão aos requerentes — embora, como disse, esteja de acordo em que a questão da existência, ou não, do direito dos titulares de ações preferenciais de emissão de Ripasa de participarem de uma OPA não interfere diretamente com a realização da assembléia de incorporação.

Em primeiro lugar, parece-me que a referência do Estatuto da Ripasa, no que se refere às ações preferenciais, aos *"demais direitos"* concedidos às ações ordinárias, somente diz respeito aos *"demais direitos"* previstos para tais ações **no próprio Estatuto**. E o Estatuto não confere às ações ordinárias o direito de participar de oferta pública, o qual é conferido pela Lei. Fosse isto diferente, e a supressão do direito das ações ordinárias de participar de OPAs em caso de alienação de controle, ocorrido em 1997, teria gerado, na forma do art. 137, I, da Lei 6.404/76, direito de retirada aos acionistas preferenciais, pois teriam sido alteradas as vantagens das ações preferenciais.

Nem o legislador dá, nem tira, os direitos estatutários das ações. Do mesmo modo, o art. 109 da Lei das S.A. impede o estatuto de retirar do acionista certos direitos essenciais. Os direitos decorrentes da lei estão na lei (e o de *tag along* ali está, no art. 254-A, e só abrange as ações com voto). Já os direitos decorrentes do estatuto têm que estar no estatuto, e no da Ripasa o direito ao *tag along* não é concedido nem aos acionistas titulares de ações ordinárias, nem aos acionistas titulares de ações preferenciais. As preferências ou vantagens atribuídas às ações preferenciais, como é sabido, devem vir estabelecidas nos estatutos, dado que se revestem de típico caráter contratual.

A prova provada de que esta é a melhor interpretação do estatuto, e foi a interpretação sempre dada por todos, é que a Ripasa, em cumprimento à Lei 10.303/01, convocou seus acionistas para a AGE realizada em 10 de dezembro de 2002, para adaptar seu estatuto àquela Lei, inclusive para que se escolhesse, dentre os três únicos direitos admitidos na Lei (*tag along*, dividendo mínimo sobre o valor de patrimônio líquido e dividendo 10% superior ao das ações ordinárias), qual deles seria dado aos acionistas titulares de ações preferenciais.

Ora, tais direitos somente precisavam ser concedidos, segundo a Lei 10.303/01, para as ações que já não os detivessem. Por isto, parece evidente que ninguém, nem companhia, nem acionistas, entendia que as ações preferenciais já faziam jus ao *tag along*, porque este direito voltara a ser concedido às ações ordinárias pela mesma lei. Caso contrário, tal deliberação de adaptação do estatuto seria desnecessária.

Poder-se-ia dizer, é claro, que o acionista controlador escolheu (como escolheu) votar pelo dividendo aumentado de 10% porque isto era menos oneroso que o *tag along*. Isto é provavelmente verdade, mas tal constatação, além de não autorizar a conclusão de que as ações já tinham *tag along* (e, ao

contrário, autorizar a conclusão oposta), no caso concreto nem mesmo pode ser considerada indubitosa, pois da ata da referida assembléia consta inclusive uma "*manifestação de apoio*" de dois acionistas minoritários, o Fundo Fator Sinergia (um dos reclamantes) e a Previ pela adoção da medida.

Por fim, vale observar, mais uma vez, a magnífica redação original da Lei 6.404/76, que quase sempre resolve (e, mais que isto, explica) as questões de fato que podem ocorrer sob sua jurisdição. E isto é particularmente importante quando está tão em voga, no tema de governança corporativa como em muitos outros no Brasil, cometer-se o equívoco da pouca reflexão.

Interpretar extensivamente uma regra estatutária, e contra a interpretação que o mercado e os atos societários a ela deram ao longo do tempo, é um risco não para o controlador, mas para o mercado; não para os acionistas titulares de ações ordinárias, mas para a companhia.

A Lei 6.404/76, no artigo 17, § 2º, estabelece que "*deverão constar do estatuto, **com precisão e minúcia**, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo*". Trata-se de regra de **proteção** do mercado e da companhia, para evitar que outros direitos, estabelecidos sem **precisão e minúcia**, venham a ser demandados da companhia, em prejuízo dos demais acionistas, ou das pessoas que negociem ações sem ter a plena possibilidade de verificar de que direitos estão se desfazendo ao aliená-las.

A interpretação proposta pelos reclamantes importaria, a meu juízo, em violação dessa norma de proteção do mercado, e não merece acolhida.

Por estas razões, também acolho a proposta do memorando da SEP, e voto pela rejeição do pedido.

Rio de Janeiro, 24 de agosto de 2005.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

[\(1\)](#) A Ripar é titular de 77,59% e usufrutuária de 21,63% das ações ordinárias da Ripasa, equivalentes, portanto, a 99,22% do capital votante desta. As ações detidas em usufruto pela Ripar são objeto de contrato de opção de compra e venda, onde VCP e Suzano assumem o compromisso de sua aquisição, em até seis anos, em caráter irrevogável e irretratável.

[\(2\)](#) A bem da verdade, apenas o primeiro daqueles direitos é adicional, e visa a evitar que após a "expropriação" decorrente da incorporação de ações, as mesmas ações sejam alienadas a terceiro com lucro, em detrimento do acionista "expropriado". No caso do direito de preferência em aumento de capital, o mesmo direito seria concedido ao acionista na sociedade incorporadora, em caso de incorporação completa.

[\(3\)](#) A CVM, como é notório, está promovendo licitação internacional que tem por objetivo a elaboração de estudo de direito comparado sobre as estruturas legais e regulatórias aplicáveis à prevenção de danos causados aos acionistas não controladores em razão de operações ou reorganizações societárias que possam provocar alterações fundamentais em seus investimentos, e às transações com partes relacionadas. Tal estudo, quando finalizado, poderá dar origem à elaboração de *anteprojeto* de Lei, visando a alterar, se comprovada a necessidade, o tratamento legal da matéria.