

Declaração de VotoIntrodução.

01. Estou de acordo com as conclusões do Memo SEP/GEA-4/42/07 de 16.04.07 ("Memo"), da Superintendência de Empresas ("SEP"), que considera que as deliberações propostas à assembleia de acionistas da Fosfértil S/A ("Companhia") não violam dispositivos legais e regulamentares. As conclusões da SEP contêm todos os limites impostos à CVM em decorrência de ter sido proferido no processo previsto pelo art. 124, §5º, II da Lei 6.404/76 ("Pedido de Interrupção"). Ainda assim, creio ser necessário fazer um pronunciamento adicional.

02. Este Pedido de Interrupção do prazo de convocação da assembleia de acionistas da Companhia é parte de uma disputa societária muito maior, cujo núcleo encontra-se em uma sociedade holding de capital fechado - Fertifós S/A ("Sociedade Holding"). Essa disputa está sendo travada no Poder Judiciário e tem por objeto a indicação dos administradores da Sociedade Holding e, conseqüentemente, o processo decisório na Sociedade Holding com relação aos votos a serem proferidos na Companhia.

03. A matéria que justifica o Pedido de Interrupção, no entanto, é mais limitada. A proposta para a qual se pede a opinião desta CVM sobre a sua legalidade é a incorporação de ações da Bunge Fertilizantes S.A. ("Incorporada"), que será seguida de uma conversão de ações preferenciais da Companhia em ações ordinárias e adesão ao Novo Mercado (todas essas operações, em conjunto, a "Reestruturação Societária").

04. Este voto está estruturado em três partes. A primeira trata de quatro questões preliminares: (i) o limite da competência da CVM e sua conseqüência no caso concreto, (ii) liberdade da CVM para decidir com base em argumentos não apresentados ou *extra, ultra* ou *citra petitem* em casos de Pedido de Interrupção, (iii) requisitos probatórios para que a CVM conclua que um "*deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares*" em Pedidos de Interrupção, e (iv) limites da opinião da CVM sobre a legalidade de proposta de deliberação assemblear em Pedido de Interrupção. Na segunda parte, analisa-se a disciplina legal das incorporações de ações e os argumentos que têm sido utilizados para contestar a legalidade dessas operações, quando o acionista controlador está envolvido. A parte final revê o caso concreto.

Preliminares.*Limites da Competência da CVM e a disputa na Sociedade Holding*

05. A Sociedade Holding é uma sociedade anônima de capital fechado e, por óbvio, não está registrada perante a CVM como companhia de capital aberto. Já a Lei 6.385/76 não confere poderes para que a CVM interfira em disputa de acionistas sobre o cumprimento das leis e contratos aplicáveis à relação de sócios de companhias fechadas. Não há, também, alguma outra lei especial que confira tais poderes à CVM.

06. Por esse motivo, neste processo, na ausência de decisão judicial em contrário, todos os atos da Sociedade Holding devem ser considerados formalmente válidos pela CVM. A SEP também teve a mesma opinião.

Liberdade da CVM para Declarar a Ilegalidade com Base em Argumentos Não Apresentados pelas Partes ou Com Extensão Maior, Menor ou Diferente da Solicitada

07. Ao presumir a validade da formação da vontade da Sociedade Holding, muito dos argumentos apresentados pela Mosaic Fertilizantes do Brasil S.A. e Mosaic Fertilizantes Ltda. ("Requerentes") perdem fundamento e, portanto, não poderão ser utilizados como razão de decidir neste processo, implícita ou explicitamente.

08. Isso não quer dizer, no entanto, que a CVM deixará de analisar a proposta de Reestruturação Societária a ser submetida à deliberação seja com base nos argumentos remanescentes, seja com base em argumentos outros, pois a análise da CVM não está restrita aos argumentos levantados pelas partes, como já se decidiu no Processo RJ2007/0191, julgado em 23.01.07. Essa não vinculação aos argumentos e fatos trazidos pelas partes se dá, pois a atuação da CVM, mesmo no procedimento previsto no art. 124, §5º, II da Lei 6.404/76, decorre do exercício do poder de polícia e não com o objetivo de solucionar uma disputa entre particulares. Por isso, a CVM não está restrita aos limites da lide impostos pelas partes interessadas. Assim, na linguagem processual, pode-se dizer que a CVM encontra-se autorizada a decidir *extra, ultra* ou *citra petitem*.

09. Isso não significa, porém, que a CVM pode interromper o prazo de uma assembleia independentemente de provocação de acionista, uma vez que o art. 124, §5º, II da Lei 6.404/76 confere ao acionista a prerrogativa do início do processo administrativo que possibilita a interrupção da assembleia.

10. Nada impede, no entanto, que a CVM considere (sem a interrupção do prazo de convocação da assembleia) uma dada deliberação como ilegal, no âmbito de um outro procedimento e, sem interrupção da assembleia de acionistas, instaure processo administrativo sancionador contra quem aprovou a matéria ou levou-a à deliberação da assembleia. Pode a CVM, ainda, opinar como *amicus curiae* em eventual processo judicial sobre a legalidade da deliberação assemblear. Assim, pode-se dizer que apenas a via processual especial do art. 124, §5º, II da Lei 6.404/76 está sujeita à iniciativa do acionista, mas não toda e qualquer atuação da CVM, relacionada à ilegalidade de deliberação assemblear.

Requisitos Probatórios para que a CVM Opine Sobre a Legalidade de uma Deliberação Assemblear

11. No Memo, a SEP fala na ausência de "ilegalidade flagrante", que possa ser declarada de acordo com o procedimento do Pedido de Interrupção. Aqui, talvez, eu divirja da SEP, embora a discordância possa ser apenas uma questão semântica.

12. O texto legal não me permite limitar a atuação da CVM em Pedido de Interrupção, apenas a situações em que haja "ilegalidade flagrante". Aliás, não há, na lei, qualquer delimitação para a extensão ou dimensão da ilegalidade. Ela pode ser flagrante ou sutil, direta ou indireta, de fácil ou difícil análise.

13. O que é relevante, embora não possa ser extraída das palavras da lei, é que a ilegalidade seja comprovada de plano (*i.e.*, independa de dilação probatória adicional)(1). Essa restrição não está presente na lei, mas é conseqüência do exíguo prazo para a interrupção da assembleia (no máximo, 15 dias), que permite, apenas, uma dilação para que se ouça os esclarecimentos da companhia.

14. Se o direito não for comprovável de plano, não será possível que a CVM manifeste-se sobre a legalidade da proposta em um Pedido de Interrupção. Isso não impede, entretanto, a utilização de outros meios ou processos (abertura de processo administrativo sancionador ou mesmo opinião como *amicus curiae* caso haja processo judicial em curso).

15. O raciocínio acima demonstra uma semelhança muito grande entre os requisitos do Pedido de Interrupção e os limites impostos ao Mandado de Segurança em decorrência da exigência de liquidez e direito(2). A semelhança decorre não da existência de conceito semelhante para o Pedido de Interrupção, mas do exíguo prazo conferido em lei para a interrupção, que não permite outra solução prática a não ser a exigência de "liquidez e certeza", como no mandado de segurança.

Limites da Opinião sobre a Legalidade de uma Deliberação Societária

16. Uma outra questão importante, embora sutil, deve ter resposta, antes da análise do mérito deste Pedido de Interrupção. Falo da impossibilidade de a decisão da CVM, em Pedido de Interrupção, tratar da legalidade do voto de qualquer acionista (eventual abusividade ou conflito). Quem impõe essa limitação é o próprio art. 124, §5º, II que, expressamente, fala em análise da legalidade apenas das "propostas a serem submetidas à assembléia" e não das "deliberações" ou dos "votos". Ou seja, a opinião da CVM independe da atuação dos acionistas com relação a ela (aprovação, rejeição ou mesmo abstenção).

17. Dentro da revisão da legalidade da "proposta a ser submetida à assembléia" está a revisão das regras sobre o processo decisório previsto na proposta ou no ato que aprova a sua submissão à assembléia (se a proposta será submetida à aprovação em assembléia especial ou se as ações preferenciais sem direito a voto votam, etc.). Isso não se confunde com o conteúdo do voto de determinados acionistas.

18. Com isso, a discussão sobre abuso de poder do acionista controlador em razão de voto a ser proferido não poderá ser solucionada pela CVM em Pedido de Interrupção, embora possa ser decidida em processo administrativo sancionador ou mesmo quando da opinião como *amicus curiae*.

Regime Jurídico da Incorporação de Ações por Sociedade Controladora (art. 264).

Introdução

19. Analisadas essas questões preliminares, passa-se à revisão das regras aplicáveis à incorporação de ações por sociedade controladora, que é um dos mal compreendidos institutos da Lei 6.404/76. Essa incorporação de ações por sociedade controladora é um instituto típico (*i.e.*, previsto em lei, com disciplina própria - arts. 252 e 264), derivado de um outro instituto também típico (incorporação de ações – art. 252), que é muito assemelhado a outro instituto típico (incorporação de sociedades), que também possui um tipo derivado sujeito às mesmas regras especiais (a incorporação de sociedades por sociedades controladora – art. 262).

20. Apesar dessa tipicidade e da semelhança (em termos de disciplina e conseqüências normativas), alguns doutrinadores preferem ignorar o óbvio parentesco entre os tipos legais e rejeitar a necessidade de tratamento semelhante ou assemelhado (exceto quando houver disciplina legal distinta específica). Eles preferem, algumas vezes, aplicar à incorporação de ações requisitos não previstos em lei aplicar o mesmo regime jurídico, mesmo reconhecendo expressamente que isso não seria exigível no caso de incorporação de sociedades, (a submissão da incorporação à prévia oferta pública para cancelamento de registro é um desses requisitos extraordinários). Segundo os que defendem essa situação, o tratamento jurídico distinto seria devido, tão somente, à sobrevivência da pessoa jurídica unipessoal.

21. Não vejo como sustentar essa distinção, pois além da similitude dos dispositivos legais aplicáveis à incorporação de sociedades e à incorporação de ações, em ambos os casos os efeitos econômicos são os mesmos: a minoria acionária "migra" da incorporada para a incorporadora e a incorporadora tem acesso a 100% da empresa exercida na sociedade incorporada.

22. Embora não seja entendimento majoritário na doutrina, existem doutrinadores, ainda, que vêem a utilização da incorporação de ações como uma atuação em fraude a lei, mesmo quando a finalidade legal e o procedimento para a sua aplicação são seguidos (o que me parece uma contradição insuperável)(3).

23. No entanto, esse inconformismo com a incorporação de ações vem diminuindo com o passar do tempo. A própria CVM parece ter voltado a aceitá-la normalmente após breves espasmos de inconformismo (ver Processo 2005/5203, decidido em 24.08.05, Processo 2004/2274, decidido em 20.04.04, e Processo 2001/11663, decidido em 15.01.02). As opiniões contrárias que mencionei nos parágrafos anteriores parecem não prevalecer na doutrina (a jurisprudência pouco contribui para a discussão, pois, até onde saiba, não há uma só decisão final sobre o mérito dessa discussão).

Finalidade da Incorporação de Ações, Semelhanças com a Incorporação de Sociedades e Limites das Construções Doutrinárias.

24. A finalidade da incorporação de ações – sejam as ações incorporadas de sociedade controlada ou sem vínculos societários – é uma só: tornar a sociedade cuja as ações foram incorporadas sua subsidiária integral (*i.e.*, sem qualquer outro acionista, que não a sociedade incorporadora), mediante a transferência dos acionistas da sociedade cuja as ações foram incorporadas para a sociedade incorporadora.

25. Justifica-se esse caminho, e não a incorporação de sociedades, por vários motivos. Existem casos em que a sociedade incorporada tem regime fiscal especial que não pode ser transferido por meio de sucessão e, precisa, para mantê-lo, continuar com personalidade jurídica própria. Se a sociedade incorporada tiver prejuízos fiscais acumulados, ela os perderá, caso seja adotada a incorporação de sociedades, o que não ocorre caso se adote a incorporação de ações. Em outros casos, autorizações *intuitu personae* essenciais ao exercício das atividades são difíceis de serem "transferidas" (normalmente novas autorizações são necessárias), aumentando o custo e o tempo necessário para a "assunção da integralidade da atividade empresarial", a não ser que se mantenha a personalidade jurídica distinta. Há situações, ainda, em que se pretende manter as atividades separadas, seja em razão de certos passivos da sociedade incorporada, que poderiam contaminar a solvabilidade da sociedade incorporadora, seja porque se pretende manter a segregação contábil e gerencial total, para melhor compreensão, pelos investidores, dos diferentes negócios ou, ainda, porque a atividade exercida é uma concessão pública ou atividade sujeita a autorização governamental que não pode ser exercida em conjunto com outras. Em resumo, existem diversos motivos empresariais possíveis e legítimos para a manutenção de personalidades jurídicas distintas.

26. Esses mesmos motivos justificam a existência da incorporação de ações em outros ordenamentos jurídicos. Na prática norte-americana, ela é uma *freeze-out merger* mediante entrega de ações (4).

27. A disciplina jurídica da incorporação de ações é muito semelhante à disciplina jurídica da incorporação de sociedades (bem como o resultado econômico, para os acionistas de ambas as sociedades), sendo as duas únicas diferenças relevantes a sobrevivência da sociedade incorporada (embora sem qualquer acionista) e a conferência do direito de retirada para os acionistas da incorporadora(5) no caso da incorporação de ações.

28. A finalidade e a similitude dos regramentos aplicáveis já constavam da exposição de motivos do projeto de lei que deu origem à Lei 6.404/76 ("Exposição de Motivos"). Isso demonstra que o propósito desses institutos, suas peculiaridades e conseqüências eram não só desejadas, mas antevistas:

"A incorporação de ações, regulada no art. [252], é meio de tornar a companhia subsidiária integral, e equivale à incorporação de sociedade sem extinção da personalidade jurídica da incorporada. A disciplina legal da operação é necessária porque ela implica – tal como na incorporação de uma companhia por outra – em excepcionar o direito de preferência dos acionistas da incorporada de subscrever o aumento de capital necessário para efetivar a incorporação. Em compensação, para evitar que a subsidiária integral possa servir de instrumento para prejudicar acionistas minoritários da companhia controladora, o art. 254 assegura direito de preferência para a aquisição ou subscrição de ações do capital da subsidiária integral" (grifos inexistentes no original).

29. No que se refere à incorporação de sociedade controlada (independentemente dessa incorporação ser de ações ou de sociedades), a Lei 6.404/76

estabeleceu um regime especial, que, posteriormente foi estendido a outras reestruturações societárias em que uma sociedade controlada é parte ou que envolvam sociedades sob controle comum(6).

30. Esse regime especial está descrito no art. 264, que não contém disposições sobre a formalidade dessas operações, que continua a seguir o regramento geral das incorporações de ações. Todas as regras do art. 264 referem-se à divulgação de informações e à equidade da operação. Nesse sentido, caso a relação de substituição calculada com base no patrimônio líquido a preços de mercado – que seria o critério legal de justiça estabelecido pela Lei 6.404/76 - seja superior à relação de substituição oferecida, a incorporação de ações pode, ainda assim, ser realizada, mas o preço do reembolso a ser pago ao acionista que decida não se tornar acionista da sociedade incorporadora será o maior entre o critério estatutário e o obtido no laudo do patrimônio líquido a preços de mercado.

31. A Exposição de Motivos foi expressa para dizer que o art. 264 tinha, como objetivo, proteger a minoria acionária em incorporações de sociedade controlada:

"A incorporação de companhia controlada requer normas especiais para a proteção de acionistas minoritários, [pois] não existem, na hipótese duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia.

A solução adotada pelo Projeto pode ser assim resumida: (...)"(7).

32. Com base na leitura dos art. 252 e 264 e dos trechos acima transcritos da Exposição de Motivos, não se pode ter dúvidas de que o legislador pretendeu estabelecer um regime de *freeze-out mergers*, regulando-o, inclusive, quanto a substância a operação e os direitos substantivos especiais aos acionistas.

33. Pode-se não gostar da solução legal, mas se deve reconhecer que não há espaço, no sistema legal vigente, para construções doutrinárias que queiram conferir direitos adicionais (ou diferenciados) aos acionistas, mesmo quando baseados em uma suposta equidade. A própria lei criou o seu padrão de equidade (relação de substituição ou recesso baseado no valor do patrimônio líquido a preços de mercado) e não cabe à doutrina ou à CVM criar um regime alternativo.

34. Essa conclusão se faz mais necessária, quando as hipóteses de incidência desse direito alternativo (oferta pública de aquisição de ações) estão previstas na própria Lei 6.404/76 e, dentre essas hipóteses, não se encontra a realização prévia à incorporação de ações de sociedade controlada.

35. Deve-se ressaltar, ainda, que a lei que estabeleceu o direito de venda das ações pelos acionistas não controladores, em oferta pública para cancelamento de registro, foi a mesma lei que alterou o regime especial de reestruturações societárias para incluir, explicitamente, as incorporações de ações. Nessa oportunidade, mais uma vez, não se criou a obrigação de, previamente à incorporação de ações, se fazer uma oferta pública para cancelamento de registro. Não se pode, portanto, falar em omissão legal. A Lei 10.303/01 regulou as duas situações de forma diferente e essa regulação deve ser respeitada.

36. O argumento contrário ao sustentado até aqui é que a não sujeição das incorporações de ações de sociedade controlada à prévia oferta pública de cancelamento de registro não estaria alinhada com as diretrizes da nova legislação. Ou seja, o "espírito" da Lei 10.303/01 seria pela submissão da incorporação de ações de sociedade controlada à prévia oferta pública de cancelamento de registro. Esse é um argumento difícil de aceitar, porque, como dito acima, a própria Lei 10.303/01 alterou o regime especial das incorporações de ações por sociedade controladora e não fez tal exigência. Não há, portanto, razão para se falar em "diretriz" ou "espírito", já que o "corpo" vai em direção contrária. A Lei 10.303/01 tratou da matéria e não pretendeu fazer tal exigência. Exigir oferta pública prévia depende de nova lei.

37. Mesmo nos Estados Unidos, país que adota o sistema de *common law*, que não só confere clara competência normativa ao Poder Judiciário, como também admite a utilização com grande amplitude de argumentos baseados em equidade, reconhece-se a supremacia da lei. Transcrevo abaixo trechos de decisão norte-americana recente, que pondera os diferentes regimes jurídicos criados pela jurisprudência para *freeze-out mergers* e as dificuldades enfrentadas para a escolha do melhor padrão de conduta:

"(...) Isso não é para dizer que o método definido em lei por meio do qual um acionista controlador procede seja relevante para determinar o padrão de equidade que o juízo deve aplicar. Ao contrário, a estrutura e a definição legal empregadas para consumir operações influenciam os Tribunais que dão forma ao 'common law'(8) das sociedades anônimas. Há boas razões para isto ser assim. O próprio conteúdo da lei pode impedir (de forma explícita ou implícita) a aplicação de conceitos tradicionais de dever fiduciário, exigindo, desse modo, que juízes submetam princípios tradicionais da 'common law' dos deveres fiduciários aos ditames superiores do texto da lei. A técnica utilizada pela lei pode, também, ser uma que impeça totalmente a revisão judicial da 'common law', baseada em equidade, mas que apresente certas características que influenciam na elaboração pelo Poder Judiciário da extensão e da natureza dos deveres dos agentes considerados fiduciários que estejam envolvidos na operação. Grande parte do trabalho judicial no direito societário acontece nesse contexto, no qual os juízes devem complementar as amplas características da legislação básica com princípios eqüitativos que sejam suficientes para proteger contra abusos e injustiças, mas não rígidos a ponto de impedir operações úteis que podem favorecer o acionista e aumentar os benefícios societários gerados pela utilização da forma corporativa.

Na construção da 'common law', os juízes obrigados a balancear essas questões não podem deixar de fazer escolhas normativas, baseadas em informações imperfeitas acerca da realidade. Essa realidade claramente invade a área do direito societário envolvida neste caso. Quando uma operação de compra de minoritários é proposta, é mais importante para o desenvolvimento dos mercados de capitais fortes manter acionistas controladores e os administradores dentro de padrões de condutas fiduciárias que sejam rígidos e intensivos quanto a demandas judiciais? Ou é mais benéfico ao acionista se critérios menos rigorosos de proteção forem adotados, o que permitiria a continuação de aquisições, desde que o acionista controlador não engane ou coaja a minoria? Essa flexibilidade é realmente benéfica para maioria dos acionistas minoritários, na medida que ela estimula a realização de ofertas públicas que geram liquidez para esses acionistas e promovem incentivos aos compradores para pagarem prêmios altos e otimistas para adquirirem o controle, sabendo que esse controle será acompanhado por normas legais que permitem o posterior fechamento de capital de maneira relativamente menos litigiosa?" (Tradução Livre. In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation, 808 A.2d 421).

38. Como se vê, seja no Brasil, seja nos Estados Unidos, o consenso sobre o conteúdo que as regras de *freeze out mergers* está longe de ser alcançado. Lá, como aqui, faz-se as mesmas ponderações. Para o aplicador da regra brasileira, entretanto, a situação é mais confortável: o legislador estabeleceu de forma específica o direito substantivo dos acionistas não controladores, no que se refere à equidade da operação, nas duas hipóteses de *freeze out merger*: (i) incorporação de ações (relação de substituição igual ou melhor que a obtida pelo patrimônio líquido a preços de mercado ou reembolso pelo valor do patrimônio líquido a preços de mercado ou superior, se previsto no estatuto social) e (ii) resgate após oferta pública para cancelamento de registro (preço justo, calculado com base em um dos critérios legais). Não há, portanto, situação a legislar ou lacuna a preencher. É necessária, tão

somente, a aplicação da lei. Para mudar o regime, nova lei deve ser editada.

39. Utilizando a mesma linha de raciocínio, os mesmos dispositivos normativos e os mesmos trechos da Exposição de Motivos, chega-se à conclusão de que o acionista controlador não se encontra em conflito de interesses quando vota na assembléia da sociedade incorporada, favoravelmente, a uma incorporação de ações. A Lei 6.404/76, ao regular no art. 264 a situação dos acionistas nas reestruturações societárias envolvendo sociedade controlada e não prever a vedação de voto, implicitamente aceita o voto. Diga-se, de forma implícita, mas intencional, como se percebe da Exposição de Motivos. Assim, vedação só ocorreria se alguma situação excepcional se fizer presente (como na situação descrita no Parecer de Orientação 34/06).

40. O argumento da fraude a lei parece-me ser mais simples de enfrentar. Se, conforme disse expressamente a Exposição de Motivos, a finalidade da incorporação de ações de sociedade controlada é fazer com que os acionistas não controladores da incorporada migrem para a incorporadora sem que a personalidade jurídica da sociedade incorporada seja afetada, não se pode dizer que a sociedade controladora que se utilizou da incorporação de ações com esse objetivo possa ser acusada de fraudar a lei, mesmo que, com isso, tenha evitado a realização de oferta pública para cancelamento de registro.

Administradores no Regime Jurídico da Incorporação de Ações por Sociedade Controladora

41. Embora exista um regime especial para o acionista controlador nas incorporações de ações de sociedade controlada, a Lei 6.404/76 não previu um regime especial para os administradores da sociedade incorporada. Com isso, para eles, vige a regime comum, com as regras dos deveres de diligência e lealdade (art. 153 a 155) vigendo de forma integral, quando da atuação deles nos atos relativos à reestruturação societária (quando estiverem executando os atos que lhes competem na reestruturação societária - celebração do protocolo, preparação da justificativa, convocação da assembléia, subscrição das ações em nome dos acionistas...).

42. Assim, tendo em vista que a sociedade incorporadora normalmente elege os administradores da incorporada e que os administradores da incorporada, em muitos casos, são administradores da sociedade incorporadora também, é de se exigir que eles tenham especial atenção ao que diz o §1º do art. 154 e o art. 156 *caput* e §1º, respectivamente:

"§1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres".

"Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros".

43. Aplica-se a eles, ainda, o art. 245, *verbis*:

"Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo".

Caso Concreto: a Proposta de Reestruturação Societária.

45. Com base no que disse acima, mesmo que se considere que alguns administradores, por estarem vinculados à Incorporada (e controladora), não deveriam participar da deliberação, em razão de possível violação dos deveres previstos no art. 154, §1º e art. 156, não há nos autos elementos que ponham em dúvida a independência e lealdade da maioria dos administradores que aprovaram a proposta (2 dos 3 diretores da Companhia não seriam vinculados à acionista controladora e 3 conselheiros que aprovaram a proposta seriam independentes, contra 2 conselheiros que a rejeitaram, conforme correspondência da Companhia de 16.04.07), o que poderia torná-la ilegal. Com isso, não se trataria de anulação da deliberação, mas, tão somente, de eventual responsabilização dos administradores. Essa responsabilização, entretanto, não pode ser feita neste procedimento específico. Por essa razão, não analisarei a existência efetiva dessa violação legal.

Feitas essas observações, que não chegam a conflitar com a opinião da SEP, não considero que as propostas a serem levadas à deliberação assemblear são ilegais.

Rio de Janeiro, 18 de abril de 2007

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

(1) Em pedido de interrupção, tal e qual em Mandado de Segurança, o direito pode depender de documentos que estejam em posse de terceiros (in casu, da companhia), que, quando prestarem seus esclarecimentos, devem apresentá-los. Não há, entretanto, espaço para a dilação probatória propriamente dita.

(2) Por exemplo "Consoante a doutrina e jurisprudência dominantes, no mandado de segurança, as provas devem existir e ser apresentadas no momento da impetração, salvo se não-aceessíveis às partes, quando, então, deve o juiz determinar que a Administração ou quem as detenha as apresente (...) Ora, a jurisprudência desta Corte é pacífica no sentido de que a impossibilidade de dilação probatória em mandado de segurança torna insuscetível de apreciação a questão relativa à produtividade do imóvel rural" (cf., v.g., MS 24.488, Rel. Min. Eros Grau, DJ 03.06.2005)" (Ag. Reg. no Mandado de Segurança 25.325-8 Distrito Federal, Relator Ministro Joaquim Barbosa, decidido em 09.02.06). No mesmo sentido, Recurso Ordinário em Mandado de Segurança 24.531-3 Distrito Federal, em que foi Relator o Ministro Gilmar Mendes, decidido em 05.04.05).

(3) Em seu voto no Processo 2005/5203, decidido em 24.08.05, o Presidente Marcelo Fernandez Trindade dá um exemplo do que poderia ser uma incorporação de ações com vistas a fraudar a lei:

"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".

(4) *Freeze-out mergers* são operações societárias (isoladas ou mediante a combinação de operações distintas), com pagamento em dinheiro ou em ações, que resultam em exclusão compulsória dos acionistas de uma sociedade. Elas foram desenvolvidas ao longo do Século XX e, ainda hoje, são comumente discutidas pela jurisprudência.

No Brasil, além da incorporação de ações, existe um outro tipo de *freeze-out merger*, que foi criado pela Lei 10.303/01. Falo do resgate de ações, aprovado pelo acionista controlador, após realizar oferta pública para cancelamento de registro por preço justo (conforme critério legal), caso ele seja titular de, no mínimo, 95% das ações emitidas. O preço, nesse caso, será o mesmo da oferta para cancelamento de registro, podendo ser em dinheiro ou em ações (ou combinação dos dois), a depender do que se tenha ofertado.

Definiu-se, portanto, uma outra hipótese de *freeze-out merger*, com requisitos diferenciados. Em ambos os casos, a Lei 6.404/76 definiu um critério de preço justo (um critério apenas é admissível para a incorporação de ações – patrimônio líquido a preços de mercado - e diversos para o resgate, que inclui o critério aceito para a incorporação de ações). Deve-se ressaltar que não se exige a aprovação dos acionistas não controladores em qualquer dos casos. É bem verdade que, no resgate, acionistas representando 2/3 dos não controladores (critério estabelecido pela CVM e não na lei) deverá ter alienado as ações. A decisão sobre o resgate, no entanto, é individual do acionista controlador.

(5) Essa diferenciação não está justificada na Exposição de Motivos e a remissão, no artigo original, ao art. 230, que regulava o direito de retirada em reestruturações societárias, indica a possibilidade de um engano na redação, seja do art. 230 original ou do art. 252, pois, parece, que a disciplina deveria ser a mesma. Isso guardaria coerência com a disciplina não só das reestruturações societárias, mas da aquisição de controle de sociedade (que, em muitos casos, produz o mesmo resultado da incorporação, embora mediante pagamento em dinheiro) (ver art. 256). De qualquer forma, essa diferença dos regimes aplicáveis, por não produzir efeitos na sociedade incorporada, parece ser de pouca relevância para a discussão objeto deste processo.

(6) Esse regramento especial é mais um que mostra que a Lei 6.404/76 trata, substancialmente igual, as incorporações de ações e as de sociedades. Isso porque a redação original do art. 264, que estabelece o regime original, mencionava apenas incorporação e nunca se defendeu que o art. 264 não se aplicava a incorporação de ações (também não havia, como em relação a outros dispositivos, remissão expressa à aplicação do art. 264 em incorporação de ações). Apenas com a Lei 10.303/01, que alterou o §4º do art. 264 para incluir expressamente, entre outras, a incorporação de ações no regime especial.

(7) Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, autores do anteprojeto, ao resumir as principais inovações da Lei 6.404/76 reiteram o que já constou da exposição de motivos, dizendo: "*O artigo 264, com o fim de proteger os acionistas minoritários da sociedade controlada, submete a normas especiais a incorporação, pela controladora, de sociedade sob seu controle, porque é a própria controladora que, com seu voto, determina a deliberação da assembléia da sociedade controlada*" (in A Lei das S.A. vol. I, pg 313. 3ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 1997).

(8) Termo de difícil tradução, pelos seus múltiplos significados e por inexistir palavra exata para representá-lo. Na transcrição, ele assume significado contrário a "*statutory law*" - regra definida em lei - e não antônimo de "*civil law*" - que é o direito aplicado no Brasil, entre outros, baseado, principalmente, em lei escrita, que não confere tanta liberdade ao juiz. Nessa decisão, ele é utilizado para referir-se à formulação do direito baseada nos princípios de equidade, que conferem larga competência para a construção jurisprudencial da norma aplicável ao caso concreto. Os princípios de equidade foram fundamentais (e continuam a ser) para o desenvolvimento das regras aplicáveis aos deveres fiduciários dos administradores e dos acionistas controladores de companhias abertas.