

## Consulta sobre Instrução CVM nº10/80

Sr. Gerente,

Trata-se de consulta protocolizada na CVM, em 26/03/2008, pelas companhias em epígrafe, solicitando, em conseqüência de "Contrato de Compra e Venda de Ações" firmado com os antigos controladores de Ripasa S/A Celulose e Papel, autorização para adquirir de forma privada, a preços superiores aos de mercado, com a finalidade de manutenção em tesouraria ou cancelamento, as ações ainda pertencentes aos antigos controladores, discriminadas especificamente no citado contrato como "Ações Remanescentes" e "Ações Indisponíveis", com fundamento no artigo 23 da Instrução CVM nº10/80.

**DOS FATOS**

1. Em sua correspondência, as Companhias alegam, em resumo, o que se segue:
  - a. Nos termos do Fato Relevante de 31/03/2005, a Ripasa Participações S/A adquiriu 77,59% do capital votante e 46,07 do capital total de Ripasa S/A Celulose e Papel, cuja propriedade era, em sua maior parte, das famílias Derani, Zogbi e Zazur. Essa última não vendeu a totalidade de suas ações, mantendo em seu poder: (i) 36.146.274 ações ON e 8.266.946 ações PN, denominadas "ações remanescentes Ripasa"; e (ii) 1.302.810 ações ON e 4.121.773 ações PN, denominadas "ações indisponíveis Ripasa" em decorrência das liquidações extrajudiciais do Banco BMD S/A, da BMD S/A CCVM, da BMD S/A DTVM e da BMD S/A STA, conforme determinadas pelo Banco Central do Brasil;
  - b. Após a aquisição do controle foi iniciada a reestruturação da Ripasa por meio (i) da incorporação pela Ripasa Participações S/A (RIPAR) da totalidade das ações de emissão da Ripasa que não eram de sua propriedade, com a conseqüente conversão da Ripasa em subsidiária integral da RIPAR, e (ii) a cisão total da RIPAR, com a sua extinção e a versão de seu patrimônio, em partes iguais, à VCP e à Suzano. Dessa forma, todas as ações da Ripasa, inclusive as "ações remanescentes Ripasa" e as "ações indisponíveis Ripasa" foram transferidas às requerentes, em partes iguais;
  - c. Com a extinção da RIPAR, todos os seus acionistas receberam ações PN de emissão da VCP e ações ON e PNA de emissão da Suzano, sendo que: (a) aos proprietários de "ações remanescentes Ripasa" foram atribuídas (i) 2.784.091 ações PN de emissão da VCP, agora denominadas "ações remanescentes VCP", bem como (ii) 5.428.955 ações ON e 1.009.583 ações PNA de emissão da Suzano, agora denominadas "ações remanescentes Suzano"; e (b) aos proprietários de "ações indisponíveis Ripasa" foram atribuídas (i) 340.048 ações PN de emissão da VCP, agora denominadas "ações indisponíveis VCP", que em conjunto com as "ações remanescentes VCP", serão chamadas "AÇÕES DA FAMÍLIA ZARZUR EM VCP", bem como (ii) 786.403 ações PNA de emissão da Suzano, agora denominadas "ações indisponíveis Suzano", que em conjunto com as "ações remanescentes Suzano", serão chamadas "AÇÕES DA FAMÍLIA ZARZUR EM SUZANO";
  - d. Na data da aquisição do controle foi celebrado entre as parte um "Instrumento Particular de Outorga de Opção de Compra e Venda de Ações", por meio do qual VCP e Suzano, de um lado, e a Família Zazur (Abraão Zazur e ZDZ Participações e Administração S/A), de outro, outorgaram-se, respectivamente, opções de compra e venda, com relação àquelas ações que, em virtude da reorganização societária e de aditamento contratual ocorridos, passaram a ser as "AÇÕES DA FAMÍLIA ZARZUR EM SUZANO";
  - e. Em 03/03/2008, a ZDZ exerceu, somente, (i) contra a VCP sua opção de venda das "ações remanescentes VCP", e (ii) contra a Suzano sua opção de venda das "ações remanescentes Suzano";
  - f. Nos termos da cláusula 7.1 do "Instrumento Particular de Outorga de Opção de Compra e Venda de Ações", o preço a ser pago – montante global – pelas compradoras, pelas ações agora denominadas "ações indisponíveis VCP", pelas "ações remanescentes VCP", pelas agora denominadas "ações indisponíveis Suzano", e pelas "ações remanescentes Suzano", ou seja, pelo conjunto total de ações acima caracterizado como "AÇÕES DA FAMÍLIA ZARZUR EM VCP" e "AÇÕES DA FAMÍLIA ZARZUR EM SUZANO", é de R\$ 433.255.855,18, em 31/03/2005, cuja correção pela SELIC (cláusula 7.1.1) até a data de 31/03/2008 (fator: 1,51036849 – BACEN) alcança R\$ 654.375.991,77;
  - g. Em consulta ao site da BOVESPA, nesta data, encontramos cotação para as seguintes ações: VCPA3 (ON N1) – sem cotação; VCPA4 (PN N1) – R\$51,71, Média em 01/04/08; SUZB13 (ON P N1) – sem cotação; SUZB14 (PNA P N1) – sem cotação; SUZB3 (ON INT N1) – sem cotação; SUZB5 (PNA INT N1) – R\$27,07, Média em 01/04/08; SUZB6 (PNB N1) – última cotação em 12/06/2007 por R\$ 22,44;
  - h. A partir desses dados, encontramos a seguinte avaliação das ações objeto da consulta: (i) 2.784.091 ações PN de emissão da VCP - "ações remanescentes VCP" - VCPA4 (PN N1) = R\$143.965.345,61; (ii) 5.428.955 ações ON de emissão da Suzano - "ações remanescentes Suzano" - SUZB3 (ON INT N1) – **sem cotação**; e 1.009.583 ações PNA de emissão da Suzano - "ações remanescentes Suzano" - SUZB5 (PNA INT N1) = R\$27.329.411,81;
  - i. Se pudessemos admitir, para efeito de argumentação, que o valor de cada ação ON de emissão da Suzano possuísse o mesmo valor da ação PNA de emissão da Suzano (R\$27,07), teríamos para esse grupo de 5.428.955 ações ON o valor total de R\$146.961.811,85. Dessa forma, o valor global do conjunto ações objeto ("ações remanescentes VCP" e "ações remanescentes Suzano") do requerimento apresentado alcançaria R\$318.256.569,27;
  - j. Admitindo, ainda, o mesmo efeito de valorização para as ações indisponíveis (340.048 ações PN de emissão da VCP - "ações indisponíveis VCP" e 786.403 ações PNA de emissão da Suzano - "ações indisponíveis Suzano"), teríamos para as 340.048 ações PN de emissão da VCP, o valor de R\$17.583.882,08 e para as 786.403 ações PNA de emissão da Suzano, o valor de R\$21.287.929,21. Dessa forma, o valor global do conjunto ações objeto ("ações indisponíveis VCP" e "ações indisponíveis Suzano") do requerimento apresentado alcançaria R\$ 38.871.811,29;
  - k. Portanto, pelo critério de avaliação a preços de mercado – cotação das ações pelo preço médio em 01/04/2008 - e admitindo-se a valorização, para efeito de argumentação, que o valor de cada ação ON de emissão da Suzano possuísse o mesmo valor da ação PNA de emissão da Suzano, o valor global de todas as ações objeto da consulta, ou seja, o conjunto de ações denominadas ("ações remanescentes VCP", "ações remanescentes Suzano", "ações indisponíveis VCP" e "ações indisponíveis Suzano") alcançaria R\$384.457.792,37, bem inferior ao valor calculado nos termos da cláusula 7.1.1 do "Instrumento Particular de Outorga de Opção de Compra e Venda de Ações", no valor de R\$ 654.375.991,77;
  - l. Não há na documentação encaminhada pelos requerentes evidências de critérios de precificação em separado para cada grupo de ações, nos termos da nomenclatura ali apresentada. O item 7.1 do "Instrumento Particular de Outorga de Opção de Compra e Venda de Ações", conforma o

item (f) acima, trata, apenas, do preço global: "o preço a ser pago – montante global - pelas compradoras, pelas ações agora denominadas (...) pelo conjunto total de ações acima caracterizado como "AÇÕES DA FAMÍLIA ZARZUR EM VCP" e "AÇÕES DA FAMÍLIA ZARZUR EM SUZANO", é de R\$ 433.255.855,18";

m. em conformidade com o que dispõem os artigos 2º e 7º da referida Instrução, as requerentes apresentam, de acordo com as demonstrações financeiras de 31.12.07, reservas suficientes para cobrir as aquisições pretendidas, conforme a tabela abaixo:

Instrução CVM n° 10	VCP		SUZANO	
	ON	PN	ON	PN
Base: 31/12/2007				
AÇÕES EMITIDAS	105.702.000	98.443.000	107.821.000	206.661.000
(-) AÇÕES DO CONTROLADOR	105.702.000	(3.642)	(102.392.045)	(60.363.977)
(-) AÇÕES INDISPONÍVEIS		(340.048)		(786.403) PNA
= AÇÕES EM CIRCULAÇÃO	-0-	98.099.310	-0-	145.336.998 PNA 173.622 PNB Total = 145.510.620
LIMITE PARA RECOMPRA – 10%	-0-	9.809.931	-0-	14.533.699 PNA 17.362 PNB Total=14.551.062
(-) AÇÕES EM TESOURARIA	-0-	(771.000)	-0-	(1.358.000)
= SALDO PARA RECOMPRA	-0-	9.038.931	-0-	13.193.062
A COMPRAR		3.124.139	5.428.955	1.795.986
RESERVAS DE LUCRO	2.487.898.000		1.961.858.000	
(-) RESERVA LEGAL	(248.193.000)		(149.315.000)	
(-) RES. LUCROS A REALIZAR	-0-		-0-	
(-) RES. REAVALIAÇÃO	(14.070.000)		-0-	
(-) RES. ESP. DIV. OBRIG. NÃO DISTRIBUÍDO	-0-		-0-	
+ RES. CAPITAL	84.075.000		382.070.000	
(-) RES. CORR. MONET. CAPITAL REALIZADO	-0-		-0-	
= LIMITE DE RESERVAS P/ RECOMPRA DE AÇÕES	R\$2.309.710.000,00		R\$2.194.613.000,00	
Fontes: IAN/06	DFP/07			

#### DA ANÁLISE

1. De acordo com o artigo 9º da Instrução CVM nº10/80, a aquisição das ações de emissão da própria Companhia, de forma privada, é expressamente vedada:

**Art. 9º - A aquisição de ações, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e a respectiva alienação serão efetuadas em bolsa, salvo se a companhia só tiver registro para negociar em mercado de balcão, vedadas as operações privadas.** (grifos nossos)

2. No mesmo sentido, o artigo 12 da referida Instrução prevê, ainda, a inviabilidade do preço da aquisição exceder o preço de mercado:

**Art. 12 - O preço de aquisição das ações não poderá ser superior ao valor de mercado.(grifo nosso)**

3. Cabe salientar que, uma vez não haja conflito com as determinações elencadas nas alíneas do artigo 2º da Instrução CVM nº10/80, o artigo 23 autoriza a concessão de dispensa da aplicação de seus dispositivos, desde que esta seja demandada previamente, bem como se dê em razão da particularidade do caso concreto:

**Art. 23 - Respeitado o disposto no Art. 2º, a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução. (grifos nossos)**

4. Entendo que a obrigação das requerentes de pagar o preço pré-estabelecido em contrato firmado com as partes vendedoras é inequívoca, líquida e certa, nos termos da documentação apresentada para análise. Entretanto, tal obrigação está em conflito evidente com a regulamentação aplicada.
5. Em que pese o valor total a ser desembolsado pelas compradoras estar perfeitamente definido em contrato não há discriminação clara dos valores a serem pagos por cada grupamento de ações, conforme o item (I) acima. Assim, entendo que o contrato assinado pelas partes relacionadas no item (d) acima, deveria apresentar, pormenorizadamente, cláusula específica que tratasse dos critérios de precificação para cada espécie e classe das ações a serem adquiridas.
6. Como não houve tal cuidado na formulação do contrato, os requerentes encaminharam pedido de autorização para a efetivação da operação considerando o critério da proporcionalidade dos valores a serem pagos em relação ao total de ações a serem adquiridas, não importando a sua classe ou espécie.
7. Os cálculos dos requerentes seguem o seguinte critério:

Valor total a ser desembolsado na data do contrato (31/03/2005)	R\$ 433.255.855,18
Quantidade, classe e espécie de ações denominadas "Ações Remanescentes"	2.784.091 VCP PN 5.428.955 SUZANO ON <u>1.009.583 SUZANO PNA</u> 9.222.629 ações remanescentes
Quantidade, classe e espécie de ações denominadas "Ações Indisponíveis"	340.048 VCP PN <u>786.403 SUZANO PNA</u> 1.126.451 ações indisponíveis
Somatório de ações Remanescentes com as Indisponíveis	10.349.080 ações no total
Valor indicado proporcional de cada ação independentemente de classe ou espécie	R\$ 433.255.855,18 ÷ 10.349.080 ações = R\$ 41,86419 por ação
Valor indicado proporcional do total das "Ações Remanescentes"	R\$ 41,86419 por ação X 9.222.629 ações remanescentes = R\$ 386.097.896,08
Cláusula 2.1 do "Instrumento Particular de Outorga de Opção de Compra e Venda de Ações" combinada com as resoluções do "Instrumento Particular de 1ª Alteração do Instrumento Particular de Outorga de Opção de Compra e Venda de Ações, ou seja, as compradoras poderão adquirir as ações na proporção de 50% cada.	Valor a ser pago por cada compradora em valores de 31/03/2005; VCP = R\$ 193.048.948,04 SUZANO = R\$ 193.048.948,04
Valor a ser pago por cada compradora em valores de 31/03/2008 (fator de correção da SELIC: 1,51036849 – BACEN)	R\$ 291.575.048,15
Limite de reservas de lucro para recompra de ações	VCP = R\$ 2.309.710.000,00 SUZANO = R\$ 2.194.613.000,00

8. Nos termos dos Fatos Relevantes datados de 10/11/2004, 31/03/2005 e 20/07/2005, a operação global de aquisição e reorganização societária envolvendo a Ripasa foi divulgada ao mercado, sendo que nesse último fato relevante foram informados os seguintes dados: (a) A relação de substituição das ações da Ripasa pelas ações da Ripar foi estabelecida com base no valor econômico, resultando em 8,693318290 ações ordinárias de Ripar por 1 ação ordinária de Ripasa, e 8,693318290 ações preferenciais de Ripar por 1 ação preferencial de Ripasa; (b) Na relação de substituição das ações da Ripar de propriedade de seus acionistas não-controladores, por ações de VCP e Suzano, levaram-se em consideração os intervalos de valores econômicos de Ripasa (refletidos na Ripar), VCP e Suzano. Com base nesses intervalos e considerando a relação de substituição acima descrita, foram definidas as seguintes relações: (i) 1 ação ordinária de Ripar corresponderá a 0,0072 ação preferencial de VCP e a 0,0167 ação ordinária de Suzano; e (ii) 1 ação preferencial de Ripar corresponderá a 0,0072 ação preferencial de VCP e a 0,0167 ação preferencial classe "A" de Suzano. A relação de substituição desde a Incorporação de Ações até a Cisão Total da Ripar pode ser assim representada: 1 ação ordinária Ripasa = 8,6933 ações ordinárias Ripar = 0,0627 ação preferencial VCP + 0,1450 ação ordinária Suzano; 1 ação preferencial Ripasa = 8,6933 ações preferenciais Ripar = 0,0627 ação preferencial VCP + 0,1450 ação preferencial Suzano classe "A".

9. Importante ressaltar que a quantidade de ações ordinárias de Suzano, objeto da operação de recompra (5.428.955 ações SUZANO ON) e parte integrante do Total de 9.222.629 "Ações Remanescentes", ou seja, (2.784.091 VCP PN + **5.428.955 SUZANO ON** + 1.009.583 SUZANO PNA), são ações em circulação, uma vez que não pertencem ao grupo de controle, nem estão submetidas a acordo de acionistas. Mais especificamente, estas ações ON representam 100% do free-float das ações SUZANO ON. Dessa forma, a excepcionalidade requerida deverá alcançar a devida autorização para que os compradores adquiram 100% das ações SUZANO ON em circulação no mercado. Nos termos do artigo 3º da Instrução CVM nº 10, "*As companhias abertas não poderão manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a ~~5% (cinco por cento)~~ 10% (dez por cento) - ALTERADO PELA INSTR. 268/97 - de cada classe de ações em circulação no mercado, incluídas neste percentual as ações existentes, mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas*", portanto, existe evidente vedação à possibilidade de compra daquelas ações nos termos pretendidos, pois a regulamentação estabelece um limite percentual (teto) para a recompra de ações em circulação, considerando, ainda, sua espécie e classe;
10. Assim sendo, entendo que não havendo critério previamente definido no contrato que fornecesse clareza suficiente para elucidar os valores que deveriam ser pagos por cada grupamento de ações, tampouco nos dados informados pelas requerentes, nem nos documentos desse Processo e nem nos Fatos relevantes, é passível de aceitação o critério de proporcionalidade agora estabelecido pelas requerentes, haja vista a manutenção da obrigação contratual de pagamento da dívida com a Família Zarzur na proporção de 50% para cada um, não obstante esse procedimento estar em desacordo com o artigo 9º da Instrução CVM nº10/80.

## CONCLUSÃO

Diante das várias peculiaridades do requerimento apresentado e considerando a originalidade do pedido e as características da operação societária que lhe deu causa (a operação pretendida está presa a contrato pré-existente em vigor cuja validade não temos capacidade de opinar e que vincula as partes a determinados procedimentos), entendo que tal operação pretendida transcende uma operação comum de aquisição de ações para permanência em tesouraria, conforme prevista na Instrução 10, uma vez que parte das ações a serem adquiridas – ações ON - perfazem 100% das ações em circulação e, essa operação significa, apenas, uma parte integrante de todo um processo de aquisição de companhia aberta. Não obstante, entendo que o pedido, nos termos apresentados, está em desacordo com os artigos 9º e 12 da Instrução CVM nº10/80. Pelo exposto, sugiro o envio do presente processo ao SGE, e posterior encaminhamento ao Colegiado da CVM, para deliberação.

Atenciosamente,

Jairo Corrêa de Sá

Analista GEA-2

PARA : SEP MEMO/CVM/SEP/GEA-2/N.º 048/2008

DE : GEA-2 DATA: 25/04/2008

Assunto: **Consulta de companhia aberta - Suzano Papel e Celulose S/A e Votorantim Celulose e Papel S/A**

**Processo RJ/2008-2748**

Srª. Superintendente,

Trata-se de requerimento de Suzano Papel e Celulose S/A (Suzano) em conjunto com Votorantim Celulose e Papel S/A (VCP) à CVM para recompra de ações de própria emissão de forma privada, a preços superiores aos de mercado, para cancelamento ou manutenção em tesouraria, nos termos previstos pela Instrução CVM nº10/80.

A operação pretendida pelas requerentes se presta a concluir o processo de reestruturação societária empreendido em 2005, pela incorporação de parcelas cindidas do patrimônio de Ripasa S/A a cada uma das companhias. Para tanto, faz-se necessário cumprir o contrato de opção celebrado entre a família Zarzur de um lado, e VCP e Suzano de outro, no qual outorgaram-se opções de compra e venda de forma a travar a alienação das ações detidas pela família Zarzur, às companhias, sujeita a determinadas condições pré-estabelecidas no referido contrato, entre as quais, a determinação do preço de exercício das opções, que corresponde ao preço de aquisição de controle (com prêmio) corrigido até a data de conclusão.

Porém, no curso da reestruturação societária, foram atribuídas ações ordinárias de emissão de Suzano em substituição às ações dos minoritários de Ripasa, incluindo as ações da família Zarzur, o que levou a que Suzano passasse a ter 5.429 mil ações ordinárias não pertencentes ao controle da companhia, e que representa 100% das ações ordinárias em circulação, como definido pelo artigo 5º da Instrução CVM nº10/80.

Portanto, exceto pelo disposto no parágrafo anterior, que não foi objeto da presente solicitação, não vislumbro óbices em autorizar o pleito das requerentes, como previsto no artigo 23 da Instrução CVM nº10/80.

Por fim, solicito encaminhar o presente pleito ao Colegiado, para deliberação, pela via do SGE

Atenciosamente,

Alexandre Lopes de Almeida

*Gerente de Acompanhamento de Empresas 2*

Elizabeth Lopez Rios Machado

*Superintendente de Relações com Empresas*