

Recorrente: Suzano Holding S.A.

Assunto: Recurso contra entendimento da SRE sobre incidência de OPA por aumento de participação

Diretor Relator: Otavio Yazbek

Relatório

1. Trata-se de recurso interposto por Suzano Holding S.A. ("Recorrente"), protocolado na CVM em 23.8.2010 contra o entendimento da SRE abaixo descrito. Em seu pleito, a Recorrente declarou a intenção de adquirir até 33.287.639 ações PNA de emissão da Suzano Papel e Celulose S.A., ("Companhia"). Este número corresponderia a até 1/3 do *free float* dessa espécie e classe de ações, caso se tome, como data-base, 29.6.2004. É a possibilidade de utilização de tal data, ao invés de 4.9.2000, data estabelecida no § 1º do art. 37 da Instrução CVM nº 361/02, que ora se postula.

2. Argumenta a Recorrente que houve nos últimos anos uma série de alterações relevantes na base acionária da Companhia, capazes de justificar a adoção de data-base distinta daquela estabelecida na regulamentação. Tais alterações, descritas tanto no recurso apresentado quanto no MEMO/SRE/GER-1/Nº119/2010, de 12.7.2010, teriam alterado a distribuição do capital social de maneira tal que a adoção da data-base estabelecida no referido art. 37, § 1º, da Instrução CVM nº 361/02, se mostraria equivocada.

3. Na data de 29.6.2004, que a Recorrente pretende ver reconhecida como a mais adequada para o cálculo de seu *free float*, foi realizada operação por meio da qual a Companhia, então denominada Bahia Sul Celulose S.A., incorporou a sua sociedade controladora, a Companhia Suzano de Papel e Celulose. A sociedade incorporadora tinha um *free float*, para as ações PNA, da ordem de 14,4%, enquanto a incorporada detinha um *free float* de aproximadamente 33%.

4. Em decorrência desta e de outras operações societárias que se realizaram na seqüência, o *free float* das ações PNA teria sofrido, no decorrer do período, um significativo incremento, como se pode depreender do quadro abaixo:

Composição Acionária - Ações PNA - Suzano Papel e Celulose S/A						
	Setembro de 2000		Junho de 2004		Abril de 2010	
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
Participação de Acionistas Controladores, Pessoas Vinculadas e Administradores	1.567.926.533	85,60	81.668.259	44,99	63.223.364	30,82
<i>Free Float</i>	265.367.239	14,40	99.862.917	55,01	141.896.741	69,18
Total	1.833.313.825	100,00	181.531.176	100,00	205.120.105	100,00

Primeira manifestação da SRE e manifestação da PFE

5. A SRE entendeu, inicialmente, no Memorando acima referido, que, para que fosse evitada a OPA, o número de ações correspondente àquele 1/3 passível de aquisição pela Recorrente deveria ser calculado tendo em vista a data-base estabelecida pelo citado art. 37, § 1º, da Instrução CVM nº 361/02, dispositivo que não comportaria ressalvas. Nesse sentido, considerando as diversas operações societárias realizadas pela Suzano e observados os critérios descritos no Memorando, a Recorrente poderia adquirir no máximo 4.839.862 ações PNA, número equivalente a 1/3 das ações desta mesma espécie e classe em circulação em 4.9.2000.

6. A PFE, no Memo/PFE-CVM/GJU-2/Nº254/10, de 28.7.2010, acompanhou o entendimento da área técnica, sustentando que "a fixação de uma data-base única e de um percentual estanque para o cálculo do *free float* passível de ser adquirido pelo controlador sem a realização de OPA podem produzir efeitos benéficos para o mercado de capitais". Traz também outros argumentos referentes à interpretação da norma que, ante as alterações da regulamentação adiante descritas, posteriores à elaboração do parecer, não vale aqui explorar.

7. O processo foi sorteado para o relator em 9.9.2010. O recurso começou a ser apreciado pelo Colegiado na reunião de 26.10.2010, tendo sido retirado de pauta na mesma data para posterior análise.

8. Neste ínterim, em 25.11.2010, a CVM editou a Instrução CVM nº 487, que modificou o regime das ofertas públicas de aquisição de ações. A norma contida no art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, conforme alterada pelo diploma acima, permite ao acionista controlador de companhia aberta solicitar à CVM autorização para que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite previsto no art. 37, § 1º.

Segunda manifestação da SRE

9. A Recorrente protocolou aditamento ao recurso em 6.12.2010, solicitando que este fosse apreciado à luz da nova disposição regulamentar. Os autos foram, então, novamente remetidos à área técnica, que, em 25.3.2011, manifestou-se, por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº43/2011, em que se discutia a racionalidade da regra, complementado pelo MEMO/SRE/GER-1/Nº89/2011, de 11.4.2011, no qual se apresenta uma metodologia para a identificação daquela base de cálculo, à luz do disposto no art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02.

É o relatório.

Voto

1. Creio que, com o advento da nova disposição regulamentar, em 25.11.2010, que reconhece a complexidade de determinadas situações de fato e cria a possibilidade de melhor lidar com tais situações, o presente caso pode ser resolvido sem que se adentrem alguns pontos que vinham sendo discutidos nos autos. Assim, ante não apenas o novel art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, mas também o aditamento do recurso, protocolado em 6.12.2010, farei algumas breves considerações a respeito da lógica do regime vigente, chegando ao caso concreto para, ao final, decidir.

2. Antes da promulgação da Instrução CVM nº 487/10, a análise do presente caso apoiava-se, em minha opinião, na consideração de duas

especificidades. Cumpria, assim, levar em conta a natureza das sucessivas operações societárias realizadas entre 2000 e 2004, que não se destinavam meramente a fugir ao regime estabelecido pela regulação e que, aparentemente, promoveram verdadeira alteração na base acionária da Companhia; e, considerando aquelas operações, impunha-se também levar em conta o flagrante alargamento do *free float* da Companhia e a sua composição já em 29.6.2004.

3. Embora aquela análise não se imponha mais nos mesmos termos, tais considerações não deixam de ser ao menos elucidativas. Assim, em seu memorando de 25.3.2011, a SRE (i) constatou a retirada das objeções de ordem formal ao pleito da Companhia, em razão da mudança regulatória; e, tendo em vista as preocupações com a liquidez de ações remanescentes, em operações dessa ordem, consagradas no § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76, (ii) analisou os potenciais efeitos das operações pretendidas para a liquidez das ações PNA de emissão da Companhia.

4. Para tal análise, a SRE tomou por base não apenas os precedentes da autarquia, com especial destaque para o Processo CVM nº RJ 2009/9251, julgado em 17.11.2009 e que teve como relator o Diretor Marcos Pinto, como também alguns dados quantitativos, como o tamanho do *free float* e os volumes de negociação, para concluir que as operações descritas pela Companhia não seriam hábeis a eliminar a liquidez das ações eventualmente remanescentes. Dessa análise, a meu ver, decorriam já alguns elementos que permitiam a discussão do caso. Mas a área técnica foi além.

5. No também referido MEMO/SRE/GER-1/Nº 89/2011, a SRE, partindo do texto do novo art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, que estabelece que, caso o número de ações em circulação que serve de base para o cálculo do limite de 1/3 tenha se alterado substancialmente em razão de " *aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias*", a CVM pode autorizar ajustes em tal número [11](#) , apresentou uma metodologia para o cálculo do novo limite.

6. Em linhas gerais, de acordo com tal metodologia, o limite de 1/3 deve ser calculado, nesses casos, sobre: (i) a soma do número de ações da respectiva classe ou espécie em circulação em 5.9.2000 com o número adicional de ações colocadas em circulação a partir daquela data, em decorrência de aumentos de capital com subscrição de ações, bonificações em ações, alienação de ações mantidas em tesouraria pela própria companhia objeto, e conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie que se pretende adquirir; (ii) menos as ações retiradas de circulação a partir de 5.9.2000, em razão de operações de resgate, amortização, reembolso, aquisição de ações pela própria companhia para manutenção em tesouraria ou cancelamento e conversões de ações da classe ou espécie a serem adquiridas em ações de outra classe ou espécie; (iii) mais as ações alienadas a partir de 5.9.2000 pelo controlador ou por pessoas vinculadas ou que atuem em conjunto, por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias. Deste número, ainda se devem subtrair as ações adquiridas pelo controlador ou por pessoa vinculada desde 5.9.2000, por meio de OPA ou por outro meio. O Memorando ressalta a importância da realização de ajustes segundo "*os fatores utilizados em eventuais grupamentos/desdobramentos pelos quais as ações da companhia tenham passado...*" e apresenta outras considerações sobre cuidados na aplicação do método, que deixo aqui de transcrever.

7. Aplicando aquela metodologia ao caso concreto, a área técnica conclui que a Recorrente poderia adquirir até 40.310.981 ações PNA, sem ficar obrigada à realização da OPA por aumento de participação de que trata a legislação e a regulamentação em vigor. Recomenda, então, que se reconheça a possibilidade de realização da operação pretendida.

8. Acompanho a posição ao cabo esposada pela SRE, reiterando que a metodologia por ela apresentada no memorando de 11.4.2011 parece-me adequada inclusive para nortear a postura da área em casos futuros de mesma natureza. Considero, porém, necessário aprofundar a análise dos fundamentos daquela metodologia, de modo a demonstrar que ela, de fato, é consistente com a regulamentação em vigor.

9. A metodologia se desdobra em duas etapas. Na primeira, procura-se estabelecer o número de ações em circulação de emissão da companhia que serve de "numerador" para o cálculo do limite de 1/3. Para esse fim, no que concerne às companhias abertas existentes na data da entrada em vigor da Instrução nº 361/02, parte-se do número de ações de determinada classe ou espécie em circulação em 5/9/2000, conforme estabelece o disposto no § 1º do art. 37. Em seguida, como prescreve o novo art. 35-A, tal número é ajustado pelas ações que eventualmente tenham sido incorporadas ao volume de ações em circulação ou dele subtraídas em razão de "aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias". Nesse particular, vale ressaltar que somente os eventos referidos no dispositivo regulamentar (e exemplificados no Memorando da SRE) autorizam o ajuste, sendo irrelevantes as ações eventualmente adquiridas, por qualquer meio, pelo controlador ou por pessoas a ele vinculadas ou que atuem em conjunto. Do mesmo modo, são irrelevantes para tais fins as ações eventualmente alienadas por essas pessoas, por qualquer outro meio que não uma oferta pública de distribuição secundária.

10. Em suma, segundo o novo art. 35-A, o número obtido a partir desse ajuste do número inicial (5/9/2000) de ações em circulação de emissão da companhia constitui o número de base para o cálculo do limite de 1/3 a que se referem tanto o art. 15 como o art. 26.

11. A partir daí inicia-se a segunda etapa da metodologia, que consiste em apurar o saldo de ações a adquirir dentro do limite de 1/3, tendo em vista as ações em circulação que tenham sido adquiridas pelo controlador ou pessoas vinculadas ou que atuem em conjunto.

12. A propósito, deve-se afastar a interpretação segundo a qual não se deveria abater do saldo a adquirir aquelas que se tenha adquirido privadamente ou em bolsa, uma vez que a parte final do disposto no § 1º do art. 37 apenas se refere às aquisições realizadas por meio de oferta pública ("*de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir* "). Com efeito, tal interpretação, excessivamente literal, teria o efeito nocivo de frustrar a própria finalidade das regras estabelecidas nos arts. 15 e 26, abrindo caminho para o controlador ou para pessoas vinculadas enxugarem a liquidez das ações por meio de aquisições privadas ou realizadas em bolsa, sem a imposição de salvaguardas em favor dos acionistas minoritários.

13. A meu ver, tampouco estaria correta a interpretação de que, para os efeitos do art. 26, não se deveriam deduzir do saldo a adquirir as ações adquiridas por meio de OPA após a entrada em vigência da Instrução CVM nº 361/02. Tal opinião teria por base a redação do referido dispositivo, segundo a qual a OPA por aumento de participação deve se realizar "*sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação*".

14. Nesse caso, o equívoco reside na confusão feita entre, de um lado, a definição da hipótese de incidência da OPA por aumento de participação e, de outro lado, o cômputo do limite de 1/3. O que o dispositivo estabelece é que a OPA por aumento de participação não é deflagrada por aquisições realizadas por meio de oferta pública. Outra coisa, que não está contida no dispositivo, seria dizer que as aquisições realizadas por meio de ofertas públicas não devem ser deduzidas do saldo a adquirir.

15. A questão, aqui, não é meramente semântica; pelo contrário, ela é fundamental para a eficácia das salvaguardas estabelecidas nos arts. 15 e 26 da Instrução CVM nº 361/02. Caso se adotasse a interpretação ora criticada, se chegaria à conclusão de que o controlador ou pessoas vinculadas poderiam, em um primeiro momento, adquirir privadamente ou em bolsa até o limite de 1/3 e, na sequência, realizar uma OPA voluntária para adquirir mais 1/3 das ações em circulação, amealhando, no total, até 2/3 do volume em circulação. No entanto, tal conclusão seria incoerente com o próprio teor do art. 15, que, nessas circunstâncias, veda ao controlador e a pessoas a ele vinculadas a aquisição, por meio de OPA voluntária, de montante superior a 1/3 e inferior a 2/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe.

16. Desse modo, a única interpretação que me parece coerente com o disposto nos arts. 15, 26 e 37, § 1º, é no sentido de que todas as aquisições (privadas, em bolsa ou por meio de OPA) realizadas desde 5/9/2000, por parte do controlador e pessoas a ele vinculadas, devem ser deduzidas do limite de 1/3.

17. Porém, cumpre reiterar que, segundo o disposto no art. 26, a OPA por aumento de participação não tem incidência quando o limite de 1/3 é ultrapassado por meio de uma OPA. Assim, por exemplo, o controlador poderia adquirir, independentemente do meio utilizado, 1/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe e, posteriormente, realizar uma nova OPA voluntária, sem que daí decorresse a obrigatoriedade de realizar uma OPA por aumento de participação. Deve-se apenas atentar para o fato de que, por intermédio da OPA voluntária, o controlador somente poderia adquirir montante superior a 2/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe, uma vez que o saldo a adquirir dentro do limite de 1/3 já estaria zerado em razão das ações previamente adquiridas.

18. Por fim, diante do exposto, voto para que se dê provimento ao recurso, conforme aditado, de modo a permitir a aquisição de até 40.310.981 ações PNA da Companhia pela Recorrente, sem que esta seja obrigada a realizar OPA por aumento de participação nos termos da Instrução CVM nº 361/02.

Rio de Janeiro, 19 de abril de 2011

Otávio Yazbek

Diretor relator

[\[11\]](#) "Art. 35-A. A pedido do acionista controlador, a CVM poderá autorizar que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 (um terço) previsto nos arts. 15, inciso I, 26 e 31, parágrafo único, caso esse número tenha se alterado de maneira significativa após as datas estabelecidas nos referidos dispositivos e no art. 37, §1º, em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias."